

LES OBLIGATIONS A REVENU VARIABLE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 25 juin 1927, à 10 heures

PAR

Etienne ZELLER

Président : M. LESCOT, Professeur

*Suffragants : { M. SIMONNET, Professeur
 { M. DUVAL, Chargé de Cours*

SOCIÉTÉ ANONYME

DU

RECUEIL SIREY

22, rue Soufflot, PARIS, 5^e

LÉON TENIN, Directeur de la Librairie

1927

LES OBLIGATIONS

A REVENU VARIABLE

FACULTÉ DE DROIT DE NANCY

Doyen : M. MICHON (Q I).

Doyen honoraire : M. GENY (✱, Q I).

Professeurs honoraires : MM. MAY (✱, Q I), BOURCART (O ✱, Q I),
CARRÉ DE MALBERG (✱, Q I), ROLLAND (Q I), MOREL (Q I).

MM. GENY (✱, Q I), professeur de Droit civil.

MICHON (Q I), professeur de Droit romain.

BROCARD (Q I), professeur d'Economie politique.

SENN (✱, Q I), professeur de Droit romain.

RENARD (Q I), professeur de Droit public.

HENRY (Q A), professeur de Droit criminel.

LAVERGNE (Q A), professeur d'Economie politique et d'Histoire des
Doctrines économiques, chargé de Cours à la Faculté de Droit
de Lille.

KRCCELL (Q I), professeur d'Histoire du Droit.

LALOUEL (Q A), professeur de Droit international public et privé.

LESCOT (✱, Q A), professeur de Droit commercial.

SIMONNET (Q I), professeur de Droit civil (licence) et de Droit civil
(capacité).

TROTABAS (✱), agrégé, chargé des Cours de Droit administratif
(2^e année) et de législation financière.

VOIRIN (✱), agrégé, chargé des Cours de Droit civil (1^{re} année) et
de Droit civil (capacité).

DUVAL, docteur en Droit, chargé des Cours d'Economie politique
(1^{re} année) et doctorat.

MELIN (Q I), docteur en Droit, chargé du Cours de Science sociale.

BERTRAND (Q I), secrétaire.

*La Faculté n'entend ni approuver, ni désapprouver opinions
particulières des candidats.*

LES OBLIGATIONS A REVENU VARIABLE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 25 juin 1927, à 10 heures

PAR

Etienne ZELLER

Président : M. LESCOT, Professeur

*Suffragants : { M. SIMONNET, Professeur
 { M. DUVAL, Chargé de Cours*

SOCIÉTÉ ANONYME

DU

RECUEIL SIREY

22, rue Soufflot, PARIS, 5^e

LÉON TENIN, Directeur de la Librairie

1927

LES OBLIGATIONS A REVENU VARIABLE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 25 juin 1927, à 10 heures

PAR

EMMANUEL RELLER



SOCIÉTÉ ANONYME

RECUEIL SIREY

LEON TERNI, Directeur de la Librairie

1927

INTRODUCTION

Le fait caractéristique de la politique financière des entreprises commerciales et industrielles dans les premières années de l'après-guerre, fut un impérieux besoin de capitaux, dépassant toute proportion jusqu'alors connue.

Les causes de ces appels de fonds répétés étaient aussi variées que pressantes : d'un côté, la nécessité de remplacer ou de perfectionner des matériels fatigués ou démodés, la nécessité d'intensifier la production en vue de répondre aux besoins de la reconstitution nationale, et aux demandes des marchés extérieurs à nouveau ouverts à nos produits ; de l'autre côté, la dévalorisation partielle de la monnaie, la hausse du coût de production, la multiplication des frais généraux, l'obligation de consentir aux clients des conditions de prise en livraison et de paiement souvent très onéreuses pour le producteur : toutes ces raisons, et d'autres encore, exigeaient d'une part l'augmentation des capitaux immobilisés, d'autre part l'augmentation des fonds de roulement.

Il fallait donc de toute nécessité se procurer de l'argent frais. Les sociétés industrielles et commerciales avaient le choix entre deux tactiques : émettre des obligations,

ou bien procéder à des augmentations de capital par la création de nouvelles actions.

Emettre des emprunts obligataires, c'était adopter cette tendance d'esprit optimiste alors assez répandue, qui considérait la crise sévissante comme passagère, dans l'espoir qu'avec une production intensifiée on en viendrait rapidement à bout. Dans de telles circonstances, il était de bonne et saine politique de ne pas augmenter le capital social, mais de parer à ces difficultés momentanées par des ressources obtenues au moyen d'emprunts à brève échéance. La crise une fois surmontée, l'entreprise, après extinction de ses dettes à court terme, ne se trouverait pas paralysée par la charge d'un capital trop lourd, et ne tarderait pas à reprendre, dans les conditions normales rétablies, sa marche régulière. On enregistra, en conséquence, de très nombreuses émissions d'obligations.

Mais, les circonstances vérifiant une fois de plus la loi de l'offre et de la demande, les capitaux susceptibles d'être placés sous cette forme devinrent rares, et firent prime sur tous les marchés. Pour s'attirer les préférences des souscripteurs, les sociétés emprunteuses durent leur accorder des avantages de plus en plus importants : il fallut promettre des intérêts très élevés (8 ou 9 %), consentir des primes de remboursement très fortes (10 à 15 %), et enfin prendre la charge d'une partie au moins des impositions toujours plus lourdes (emprunts nets, ou demi-nets, de tous impôts présents et futurs) ; si bien que de tels emprunts se capitalisaient à des taux atteignant couramment l'ordre de 12 à 15 %.

Ces conditions devinrent bientôt prohibitives : les sociétés ne pouvaient plus proposer aux souscripteurs éven-

tuels des emprunts qui satisfassent à leurs exigences. D'ailleurs la crise paraissait devoir se prolonger et s'intensifier ; la dévalorisation monétaire et la perte au change s'accroissaient, le coût élevé de la production devenait de plus en plus lourd. Il convenait d'imaginer un autre mode de se procurer les capitaux toujours aussi nécessaires et de plus en plus recherchés. Au lieu d'obligations, on émit alors des actions (1).

Cette nouvelle politique financière offrait, pour les sociétés, des avantages très certains par rapport à la précédente : d'abord les capitaux n'étaient plus seulement prêtés, mais proprement investis dans l'entreprise pour toute sa durée, ce n'était plus une dette remboursable à un terme plus ou moins rapproché, mais un apport définitivement mis en commun ; au cas où les circonstances difficiles se prolongeraient, ces capitaux n'occasionneraient pas une charge, puisque la forme sous laquelle ils sont investis ne leur donne droit à une rétribution qu'en

((1) Les statistiques montrent en effet ce renversement de la proportion entre les émissions d'obligations et les émissions d'actions :

En 1919 : 1.594.934.000 d'obligations contre 1.513.870.000 d'actions (105 %) ;

En 1920 : 3.842.944.000 d'obligations contre 4.104.192.000 d'actions (95 %).

En 1921 : 3.340.847.000 d'obligations contre 2.379.635.000 d'actions (140 %) ;

En 1922 : 2.710.478.000 d'obligations contre 1.378.014.000 d'actions (196 %) ;

En 1923 : 3.056.740.000 d'obligations contre 2.275.858.000 d'actions (134 %) ;

En 1924 : 1.791.023.000 d'obligations contre 3.693.955.000 d'actions (47 %) ;

En 1925 : 1.035.000.000 d'obligations contre 2.654.000.000 d'actions (38 %).

(Ces chiffres ne comprennent que les émissions des Sociétés privées, à l'exclusion des émissions de Valeurs du Trésor et de titres garantis). Cf *Revue d'économie politique*, 1925, 310 ; 1926, 369 et s.

cas de bénéfices, tandis que les obligations ont droit à leur service d'intérêts en tant que charge obligatoire annuelle de la société.

Il n'est cependant pas sans danger d'augmenter dans de trop fortes proportions le capital social : on aboutit, même compte tenu de la dévalorisation de la monnaie, à une véritable inflation, l'actif ne suffisant plus à couvrir le passif qu'il a pour mission de garantir. Il faut prévoir encore une autre difficulté : la répartition des bénéfices réalisés devra profiter à de si nombreux ayants-droit que la part de chacun (inversement proportionnelle au nombre des participants) sera très réduite : de sorte que les capitalistes courent le risque de n'être pas du tout rétribués, ou de ne toucher qu'un revenu infime. Or, par suite de la vie chère, chacun a besoin que tous ses capitaux soient productifs de revenus annuels. Ceci est d'autant plus vrai que la possession des actions n'est plus le privilège des gros capitalistes, la classe des porteurs d'actions s'est élargie, et englobe dorénavant nombre de petits épargnants, qui, en raison de la dépréciation subie par les obligations et les fonds d'état (valeurs à revenu fixe), se portent acquéreurs de valeurs industrielles, et particulièrement d'actions. Le risque de tels placements est, à leurs yeux, compensé par l'appât d'une plus-value possible en capital et en revenu. Les souscripteurs d'actions nouvelles vont, en conséquence, demander que leurs fonds leur rapportent un revenu minimum garanti même en l'absence de bénéfices ; à ce revenu minimum garanti s'ajoutera, en périodes favorables, un super-dividende variable. Ainsi retrouve-t-on les actions à intérêts fixes, formule déjà ancienne, mais qui jouit alors d'un regain de faveur considérable dû à son opportunité.

Cette formule était en effet assez attrayante dans les circonstances du moment, Aussi eut-on l'idée de l'appliquer aux obligations, ce qui devait présenter un double avantage : pour la société émettrice, de ne pas enfler démesurément le capital social, tout en permettant de réduire partiellement la charge des intérêts en l'absence des bénéfices, — pour le capitaliste, d'éviter les risques nécessairement inhérents à l'action, tout en lui conservant la certitude d'un intérêt moyen et l'espoir d'un complément de revenu (1).

(1) Signalons, à titre de curiosité, une émission de titres à revenu variable constituant, semble-t-il, un type *sui generis* mixte entre l'action et l'obligation. Dans une assemblée du 3 juillet 1926, les actionnaires de la *NEUNKIRCHNEREISENWERK A. G. (Vormals Gebr. STUMM)* ont décidé la création de *Genusscheine* d'un type spécial (ce ne sont pas les *Genusscheine* ou parts bénéficiaires ordinaires). Ces titres, qui forment au bilan un poste distinct du capital-actions, donnent droit à un revenu de 8 %, après que 8 % ont été distribués aux actions, plus un revenu complémentaire de 2 % quand les actions ont touché ce dividende complémentaire ; si les bénéfices permettent de distribuer encore davantage aux actions (donc au cas d'une répartition de dividendes supérieure à 10 %), les porteurs de *Genusscheine* n'ont pas droit à ce surplus d'intérêt.

En cas de dissolution de la société, les titulaires de *Genusscheine* ne reçoivent la valeur nominale de leur titre qu'après désintéressement des actionnaires. L'actif restant après ce remboursement est réparti entre actionnaires et porteurs de *Genusscheine*, de telle sorte qu'à un même montant nominal d'actions et de *Genusscheine* revienne la même fraction d'actif.

Les titulaires de *Genusscheine* n'ont aucun droit de contrôle ni d'assistance aux assemblées de la société : les inventaires leur sont opposables sans condition. La réduction du capital, si elle se produit, entraîne de plein droit la réduction de la valeur nominale des *Genusscheine*.

Ces *Genusscheine* ne sont pas des obligations, puisqu'elles sont intégrées au capital social (sous un poste distinct des actions, il est vrai), et qu'elles donnent droit à participer à la répartition des bonis de liquidation concurremment avec les actionnaires. Ce sont plutôt, semble-t-il, des actions privilégiées à rebours quant aux dividendes et à la perception des bonis de liquidation ; mais l'absence définitive de tout droit de contrôle ou de

Telle fut la genèse économique de cette nouvelle catégorie d'obligations à **revenu variable**, à laquelle nous réserverons dans notre terminologie, le nom d'**obligations à intérêt extensible** (1).

On connaissait déjà des obligations rapportant un revenu variable : le résultat pratique du point de vue financier était bien le même, mais ces obligations à **coupon variable** procédaient d'une origine toute différente. Il s'agit alors d'obligations, qui, à l'origine et en principe, donnaient droit à un intérêt fixe; mais, par l'effet de circonstances malheureuses propres à l'entreprise, ou plus fréquemment par suite de crises économiques mondiales ou seulement nationales, la société emprunteuse s'est vue dans l'impossibilité de faire face aux engagements qu'elle avait contractés à l'égard de ses obligataires. Spécialement il lui a fallu suspendre le service semestriel des coupons d'intérêt, et supprimer au bilan les dotations annuelles destinées à l'amortissement de l'emprunt. Dans de telles circonstances, une éventualité menaçante doit être envisagée : la faillite, ou la liquidation judiciaire. Faisant tous ses efforts pour éviter semblable déchéance, l'administration de la société va essayer d'obtenir de ses créanciers un arrangement à l'amiable (que l'on appelle cet accord concordat préventif, règlement transactionnel, etc., le nom ne fait

participation à la gestion n'est-elle pas incompatible avec la notion de lien social et d'*affectio societatis*. Enfin ces Genusscheine ne sont pas des parts bénéficiaires, puisqu'elles ont une valeur nominale fixe, et inscrite au bilan à côté du capital-actions.

(1) Obligations à intérêt extensible, disons-nous : car l'intérêt de ces obligations peut être accru, mais ne peut jamais tomber au-dessous d'un taux minimum garanti en tout état de cause.

rien à la chose). On fera entendre aux créanciers, et particulièrement aux obligataires, que leur intérêt bien compris n'est pas de forcer la société à leur verser à titre d'intérêts jusqu'au dernier centime de ses disponibilités, pareille politique étant susceptible d'entraîner la faillite et toutes ses conséquences désastreuses ; on leur fera comprendre l'utilité qu'il y a en semblable occurrence à faire la part du feu pour sauver le reste. Bref, on soumettra à l'approbation des obligataires réunis en assemblée générale les propositions suivantes : suspension de l'amortissement pendant un délai de dix années, avec prorogation proportionnelle du terme final de l'amortissement ; remplacement de l'intérêt fixe antérieurement promis par un intérêt stipulé variable suivant les bénéfices réalisés au cours de chaque exercice. La société, se trouvant ainsi provisoirement allégée de toute la charge de sa dette obligataire, peut espérer se relever graduellement ; et le jour où elle sera revenue à meilleure fortune, elle reprendra, dans les conditions ordinaires, le service des intérêts et de l'amortissement de ses obligations.

On peut aussi supposer que, la demande de faillite ou de liquidation judiciaire étant déjà intervenue, c'est dans le cadre d'un véritable concordat que seront présentées ces propositions ; en les adoptant, les obligataires éviteront de se voir définitivement remboursés sous la forme d'un dividende concordataire probablement assez faible, il leur est permis d'espérer que l'entreprise verra luire des jours meilleurs grâce auxquels ils pourront recouvrer l'intégralité de leur créance.

Il est indéniable que ces deux catégories d'obligations à revenu variable, obligations à intérêt extensible et obligations à coupon variable sont le fruit d'enchaînements

économiques différents : nous ne croyons pas cependant qu'il soit exact de dire, avec certains auteurs, qu'elles n'ont de commun que le nom.

D'abord elles répondent toutes deux au même désir de rendre plus légère à la société la charge de sa dette obligataire, à raison des circonstances difficiles qu'elle traverse. De plus, au point de vue du rapport financier, elles produisent des résultats identiques.

Mais leur parenté (et c'est presque ici une similitude) apparaît surtout à l'occasion des problèmes juridiques qu'elles soulèvent : nature juridique du contrat qui leur donne naissance, ou des rapports auxquels elles donnent lieu entre la société émettrice et leurs titulaires, droits divers à reconnaître aux porteurs, etc. Nonobstant des différences certaines entre les hypothèses auxquelles elles correspondent, nous croyons que se peut justifier l'accouplement de ces deux catégories d'obligations sous la même dénomination générique d'obligations à revenu variable.

L'expression d'obligations à revenu variable implique qu'un élément a été choisi comme facteur de la variabilité de l'intérêt. Que ces éléments puissent être de diverses sortes, on le conçoit facilement.

On peut d'abord convenir que l'intérêt variable (qui suivant les cas constitue à lui seul la totalité de la rétribution du capitaliste, ou bien s'ajoute à un minimum garanti), sera fonction des résultats annuels de l'exploitation. L'idée est assez naturelle : qu'il s'agisse d'obligations à intérêt extensible ou d'obligations à coupon variable, les obligataires participeront à la prospérité de l'affaire, sous forme, par exemple, d'une participation aux bénéfices. Les porteurs d'obligations à intérêt extensible tou-

cheront, par exemple, 1 % de super-intérêt pour chaque tranche de bénéfices d'un montant stipulé ; ou, de manière plus indirecte leur revenu supplémentaire sera proportionnel au super-dividende accordé aux actionnaires, 1 % chaque fois que ceux-ci recevront 1 % en sus d'un premier dividende statutaire. Les porteurs d'obligations à coupon variable se partageront une part déterminée des bénéfices nets acquis. Le revenu peut encore varier d'après le chiffre d'affaires obtenu ; il peut aussi dépendre, au cas d'une Compagnie de chemins de fer, du coefficient d'exploitation (1). D'autres formules peuvent également être proposées.

Il existe cependant des obligations dans lesquelles le revenu variable n'est pas fonction des résultats de l'exploitation de l'entreprise : nous devons dire un mot de ces hypothèses.

C'est d'abord le cas d'une catégorie très spéciale d'obligations, créées en réponse à un besoin particulier : le but recherché était, quelque paradoxale que puisse paraître la chose, de fournir au porteur un revenu fixe au moyen d'un taux d'intérêt stipulé variable. Etant donné les variations de la puissance d'achat d'une unité de notre monnaie, il fallait obtenir que le revenu annuel d'un capital de 100 francs ne fût plus de 5 ou 6 francs (valeur éminemment instable et ne correspondant plus à une réalité économique), mais de la quantité de monnaie-papier nécessaire pour se procurer une unité d'une marchandise-type (2). La doctrine proposa les obligations-marchandises,

(1) On entend par *coefficient d'exploitation* le rapport des dépenses engagées aux recettes de l'exploitation. Voir M. COLSON, « Transports et Tarifs » (3^e éd. 1908), 367-368.

(2) Un résultat analogue était déjà obtenu pour les actions, par l'octroi

ou plus généralement les obligations rapportant un revenu variable suivant les mouvements des indices généraux du coût de la vie. Faire varier l'intérêt suivant la valeur d'une ou deux marchandises prises comme bases, est, on s'en rend compte facilement, un procédé rudimentaire, susceptible d'engendrer bien des erreurs. On eut tout naturellement l'idée de s'en rapporter de préférence aux statistiques officielles publiant les indices du coût de la vie calculés sur des bases beaucoup plus larges, donc plus exactes : par exemple les indices de l'Annuaire Statistique de la France, établis d'après les dépenses d'une famille ouvrière moyenne de Paris (4 personnes) relatives à la consommation de 13 denrées principales d'alimentation. A un indice de 600 correspondrait, par hypothèse, un intérêt de 6 % ; et chaque hausse ou baisse de 50 points de l'indice se traduirait par une élévation ou une diminution de $1/2$ % de l'intérêt.

Dans le même ordre d'idées, on pourrait concevoir un taux d'intérêt variable d'après le taux de l'escompte ou des avances de la Banque de France ; ou, s'il s'agit d'obligations industrielles, d'après le prix de revient de la matière première.

Tout ceci ne serait que l'application, dans le domaine des obligations, d'un procédé très couramment employé aujourd'hui pour les baux, principalement pour les baux ruraux d'une assez longue durée ; pour éviter que le prix du loyer ne soit affecté par la dépréciation monétaire, on le stipule payable en fonction du prix du blé, de l'avoine, etc. (1).

de dividendes annuels calculés proportionnellement à la dévalorisation de la monnaie.

(1) CAPITANT : « Les clauses d'échelle mobile », D. H. n° du 15 avril 1926.

Il ne semble pas que la validité de telles clauses d'intérêt puisse être justement mise en doute (1) ; la jurisprudence, sans avoir jamais eu à se prononcer formellement sur les obligations-marchandises, paraît favorable à cette formule qui permet de se prémunir contre un avilissement de la monnaie sans contrevenir à l'ordre public comme au cas de la clause franc-or ou devises étrangères (2). Il convient cependant de se demander jusqu'à quel point cette conception est vraiment réalisable. Quel emprunteur acceptera de s'engager à payer pendant une assez longue durée l'intérêt qui permettra à son créancier de se procurer une quantité déterminée d'une marchandise fixée, quel que puisse être le prix de cette marchandise ? Sans aller jusqu'à envisager une crise telle que celle qui s'est produite en Allemagne, supposons, par exemple, qu'en 1922 un débiteur se soit engagé à fournir à son créancier, à titre d'intérêt, une somme correspondante à la valeur marchande d'un sac de blé, ce qui équivalait alors à un taux de 5 % ; mais les indices, en ce temps voisins de 300, sont de plus de 700 aujourd'hui : l'intérêt sera donc devenu d'environ 12 %. Et qui sait quel tarif il pourrait atteindre dans l'avenir ? Aucun emprunteur sérieux ne peut contracter dans de telles conditions. Le fermier, lui, peut s'engager à payer son fermage d'après le prix du blé,

(1) DECUGIS : « Les obligations et la dépréciation du franc ». *J. Stés.*, 1926, 257. — CAPITANT : « Les succédanés de la clause-or ». *D. H.* n° du 28 janvier 1926. — GENY, *Rev. Tr. D. Civil*, 1926, 629. — Circulaire du Garde des Sceaux du 16 juillet 1926, *Rec. Gén. Lois, Décrets et Arrêts* 1926, II, 503.

(2) Cass. 11 janvier 1926, *D. H.* 1926, 66 : « Attendu qu'il appartient au créancier d'éviter par des clauses appropriées le préjudice qui pourrait résulter pour lui de la dépréciation éventuelle de la monnaie indiquée pour le paiement ».

parce qu'il est lui-même producteur de blé ou d'autres céréales assimilables. On comprend aussi l'engagement de cette société d'édition et de librairie qui promet à ses obligataires de leur fournir, en sus d'un coupon-espèces de 7 %, dix coupons-livres donnant droit à des ouvrages de la maison, et en outre à un ouvrage de luxe inédit exclusivement réservé aux obligataires (1). Mais une importante entreprise industrielle ou commerciale, et à plus forte raison un Etat, une entreprise publique, ne peuvent se soumettre à de semblables clauses en raison des aléas qu'elles entraînent.

Considérons au contraire l'hypothèse inverse, dans laquelle une revalorisation plus ou moins intégrale de la monnaie est à prévoir : c'est alors le prêteur qui ne peut plus consentir à courir le risque que son revenu soit diminué dans de notables proportions ; la valeur de son intérêt-marchandises ne correspondrait plus alors qu'à un taux de 3 ou 4 %, par exemple, tandis qu'un autre placement lui permettrait de tirer de son capital un revenu de 5 ou 6 %.

Il paraît donc très délicat, sinon radicalement impossible, de réaliser à l'heure actuelle ce nouveau mode d'obligations à revenu variable suivant les indices du coût de la vie ou toute autre formule analogue : dans de très rares hypothèses, elles peuvent peut-être réussir ; mais en règle générale, la tentative semble d'avance vouée à l'insuccès, parce qu'elle accorde une trop grande part à ce facteur inconnu qu'est l'avenir.

Il faut enfin considérer comme produisant un revenu variable toutes les obligations comprises sous la dénomi-

(1) Société *La Sirène*.

nation générale d'obligations à change : obligations dont les coupons sont stipulés payables en or ou en devises étrangères, obligations aussi dont l'intérêt est protégé par une option de change ou une garantie de change. C'est un fait que, par suite de l'impossibilité matérielle ou légale d'employer pour les transactions journalières l'or ou les devises étrangères, il faut nécessairement en venir à l'intermédiaire du papier-monnaie national ; et la quantité de billets de la Banque de France que l'on obtiendra en échange d'une somme en or ou en devises étrangères varie suivant les mouvements brusques et importants de hausse ou de baisse des changes. Le revenu de ces obligations à change devant par conséquent être converti en francs-papier, il est bien exact de dire que ces obligations rapportent un intérêt variable.

Prenons l'exemple de l'émission de rentes françaises (1) 4 % 1925 avec garantie de change : il est stipulé que « les arrérages bénéficieront d'une garantie de change sur la base d'une valeur du franc correspondant à 1/95 de la Livre Sterling ; si la moyenne des premiers cours cotés à la Bourse de Paris sur la Livre pendant le semestre précédant l'échéance ne dépasse pas 95 francs, le montant de l'intérêt afférent à ladite échéance sera de 2 francs pour 4 francs de rente ; si cette moyenne dépasse 95 francs, l'intérêt semestriel sera de 2/95 de cette moyenne » (2). L'intérêt en francs-papier est donc variable.

Quelqu'attrait que présentent ces obligations à change dans une période aussi troublée que celle que nous tra-

(1) Au point de vue du revenu, les titres de rentes sont complètement assimilables à des obligations.

(2) Décret des 4-5 juillet 1925, art. 4. A titre d'indication, signalons que le premier coupon de 1927 a été payé à raison de 3 francs

versions, nous ne nous y attacherons pas davantage (1). Ce point particulier de la variabilité de leur revenu n'est pas un élément essentiel de l'économie de ces titres, il n'est qu'un fait accidentel résultant de circonstances exceptionnelles. Et l'on peut soutenir, avec quelque juste raison, que la valeur-papier que reçoit le porteur, si changeante fût-elle, n'est jamais que la traduction de la contre-valeur or constante promise.

D'ailleurs, dans des cas dont la fréquence va croissant sans cesse, la jurisprudence française, pour des raisons qui dépendent beaucoup plus de convenances d'ordre politique et financier que de motifs proprement juridiques, refuse de reconnaître la validité de ces clauses-or. Sont impitoyablement condamnés tous emprunts libellés en francs-or ou en devises appréciées, lorsqu'il s'agit d'émissions faites en France par des Sociétés françaises ayant leurs exploitations en France ou dans les colonies françaises (2).

Laissant de côté d'une part les obligations dont l'intérêt est fonction du coût de la vie ou du prix d'une marchandise type, et d'autre part les obligations or ou à change, nous restons en présence d'obligations à revenu

(1) Voir les nombreux ouvrages et articles parus sur la question de la « clause franc-or », notamment : GENY, *Rev. Trim. D. Civ.* 1926, 557 ; NOGARO, *Rev. Trim. D. Civ.* 1925, 5 ; CAPITANT, « Les succédanés de la clause « payable en or ». D. H. n^{os} des 28 janvier, 15 avril et 27 octobre 1926 ; CHARPENTIER, *J. Stés* 1925, 417 ; et divers articles parus au *Journal des notaires* en 1924, 1925 et 1926.

(2) Paris, 21 février 1924, *Journal des notaires* 1924, 257 (avec les conclusions de l'avocat général DREYFUS) ; et les références données dans les articles cités à la note précédente. Cf. aussi les Circulaires du Ministre de la Justice en date du 16 juillet 1926, du Ministre du Commerce en date du 16 octobre 1926 (Rec. Gén. Lois, Décrets et Arrêts, 1926, II, 503 et 599.)

variable dans deux ensembles de circonstances passablement différentes :

A) Nous rencontrons d'abord des **Obligations à intérêt extensible** dont le revenu, d'après les stipulations du contrat originaire, comporte, en sus d'un intérêt fixe, un intérêt supplémentaire variable suivant les résultats obtenus par l'entreprise au cours des divers exercices d'exploitation (1).

B) Nous rencontrons ensuite des **Obligations à coupon variable**, dont le revenu, fixe à l'origine, est, par suite de concordat ou de réorganisation financière de l'entreprise, devenu variable suivant les résultats obtenus au cours des divers exercices d'exploitation.

L'expression d'**Obligations à revenu variable** conservera pour nous un sens général, englobant les deux catégories.

Sans préjuger dès maintenant des solutions que nous serons appelés à donner aux divers problèmes que nous aurons l'occasion de rencontrer au cours de cette étude, il semble de prime abord que, dans les circonstances troublées que nous vivons, ces titres présentent un attrait tout particulier.

Nous plaçant, dans une première partie, sur le terrain économique, nous préciserons d'abord les faits, donnant quelques exemples d'obligations à intérêt extensible ou à coupon variable, recherchant les différentes modalités

(1) Il ne faut pas confondre les *Obligations à intérêt extensible* dont il est ici question, avec les *Obligations à intérêts progressifs* proposées par M. NEYMARCK (*Rev. Stés.* 1905, p. [47, 195, 466 et S.], dans lesquelles l'intérêt croît d'année en année au fur et à mesure que diminue la somme affectée à l'amortissement, de telle manière que la somme globale à verser annuellement par l'emprunteur au titre de l'intérêt et de l'amortissement soit constante.

employées ou possibles, considérant les résultats pratiques obtenus. Puis nous envisagerons la genèse économique de ces titres : conditions indispensables ou utiles, circonstances favorables à leur développement, avantages et inconvénients pour le capitaliste prêteur et pour la société émettrice d'un tel emprunt, avenir probablement réservé à ces nouvelles obligations.

Dans une deuxième partie, nous aborderons l'étude des problèmes et difficultés d'ordre juridique auxquelles les obligations à revenu variable ont donné naissance, ou qu'elles sont appelées à soulever : en premier lieu, la nature juridique du contrat : ces obligations demeurent-elles de véritables obligations, ou ne deviennent-elles pas des actions ou tout au moins des titres *sui generis* ? D'autre part, puisque ces obligataires participent aux bénéfices, ne convient-il pas de leur accorder un certain droit de contrôle sur le calcul des bénéfices, sur les créations de réserves qui pourraient servir à dissimuler provisoirement des bénéfices ? N'y aurait-il même pas lieu, d'après une conception moderne, de leur reconnaître un « droit de regard » sur la marche de l'entreprise ?

A toutes ces questions nous nous efforcerons de proposer une réponse capable de concilier à la fois les exigences des obligataires et celles des sociétés emprunteuses représentées par leurs actionnaires ; nous aurons aussi pour ligne de conduite de faire en sorte que nos solutions théoriques soient toujours susceptibles de s'adapter aux exigences de la pratique.

PREMIÈRE PARTIE

L'Économie des Obligations à revenu variable

CHAPITRE PREMIER

LES OBLIGATIONS A INTÉRÊT EXTENSIBLE

La formule de l'obligation à intérêt extensible n'est pas encore, il faut le reconnaître, d'un usage très courant. La raison en est d'abord que, durant ces toutes dernières années, le marché financier a enregistré beaucoup moins de demandes de capitaux, soit que les besoins aient notablement diminué, soit que les sociétés ne se résolvent qu'en dernière instance à faire appel aux capitalistes à cause des conditions très dures qu'elles seraient obligées de leur consentir. De plus, les obligations à intérêt extensible n'ont pas encore fait suffisamment leurs preuves : la société connaît bien les avantages qu'elle serait susceptible de retirer d'un pareil emprunt, mais le capitaliste hésite devant l'inconnu de ce procédé nouveau, attrayant par certains côtés, mais qui, d'autre part, semble impliquer des risques assez importants.

Cependant, au cours des trois ou quatre années qui se sont écoulées depuis son apparition, la formule de l'obli-

gation à intérêt extensible a été employée par des entreprises industrielles et commerciales de genres très divers : grosses sociétés à organisation moderne intégrée, comme les **Établissements Citroën**, la **Siemens A. G.**, ou les **Acieries Réunies « Arbed »** ; affaires moins importantes et se réclamant d'une politique moins hardie, telles que la **Compagnie Hydro-Électrique d'Auvergne**, la **Société générale de Force et de Lumière à Grenoble** ; ou même entreprises d'Etat, qui, malgré une certaine indépendance, ne peuvent jouir de la complète liberté d'action d'une entreprise privée, **Caisse Autonome d'Amortissement**, par exemple.

Dans une première section de ce chapitre, nous examinerons les clauses les plus communément employées relativement à l'intérêt et à l'amortissement.

Une seconde section aura pour objet la critique économique de la formule.

SECTION I. — Les principales clauses dans la formule de l'obligation à intérêt extensible

1) *Stipulations relatives à l'intérêt.* — Le revenu promis aux porteurs d'obligations à intérêt extensible se décompose en deux éléments : un intérêt fixe, constituant un minimum garanti, d'un taux légèrement inférieur au taux moyen du loyer de l'argent à l'époque de l'émission ; — et un intérêt supplémentaire, dont le montant est fonction des résultats annuels de l'entreprise. La pratique ne connaît pas d'exemple d'obligations à intérêt extensible ne donnant droit qu'à un revenu variable dans sa totalité, à l'exclusion de toute portion d'intérêt fixe : une pareille conception apparaît cependant comme réalisable, et ne soulèverait pas de difficultés spéciales.

L'intérêt supplémentaire, fonction des résultats annuels de l'entreprise, peut avoir pour base de calcul divers éléments : la base la plus ordinairement choisie est le chiffre des bénéfices réalisés au cours de l'exercice ; ce peut être aussi le chiffre d'affaires, ou encore d'autres facteurs.

Le super-intérêt variable en fonction des *bénéfices* obtenus dans chaque exercice peut être calculé de différentes manières :

a) Un prélèvement global de X % est effectué sur le montant des bénéfices, et affecté au paiement d'un intérêt supplémentaire : l'emprunt de la **Poste électrique internationale** donne droit à un intérêt fixe de 4 %, plus 25 % des bénéfices réalisés.

b) Le super-intérêt variable est égal à un tant pour cent du dividende total distribué aux actions : (**Fabrique nationale d'armes de guerre de Herstall-lez-Liège (Belgique)**, intérêt fixe de 6 %, et intérêt supplémentaire égal à 1/10 du dividende brut attribué à une action ordinaire ; — **Charbonnages de Ressaix, Leval, Péronnes, Sainte-Aldegonde et Gence (Belgique)**, intérêt fixe de 6 %, plus un super-intérêt égal, pour la totalité des 60.000 obligations de l'emprunt, à 10 % du montant total des dividendes distribués au capital-actions).

c) Le super-intérêt variable est égal à un tant pour cent du dividende supplémentaire accordé aux actionnaires. Avant toute répartition supplémentaire aux obligataires, les actionnaires ont droit à un premier dividende statutaire : s'ils reçoivent un super-dividende, les obligataires auront droit à un super-intérêt proportionnel. (**Compagnie Hydro-électrique d'Auvergne**, intérêt fixe de 6 1/2 %, plus, à titre de super-intérêt, « une participation

aux bénéfices égale pour chaque obligation à la 1/200.000^e partie du montant global distribué à titre de super-dividende au capital-actions. Le super-dividende pris comme base du calcul du super-intérêt est la partie du dividende total distribué en excédent du premier dividende statutaire de 5 % pour les actions de priorité et de 6 % pour les actions ordinaires, et de toute récupération de cumulation en cas d'insuffisance de bénéfices d'exercices antérieurs pour le service du premier dividende des actions de priorité ». — **Société Générale de Force et de Lumière, à Grenoble**, intérêt fixe de 7 %, plus un super-intérêt variable calculé d'après les répartitions aux actionnaires, qui ne pourra en aucun cas être inférieur à 1 %, mais qui sera augmenté de 1/2 % chaque fois qu'il sera attribué aux actions 1 % en sus d'un dividende de 8 %. — **Aciéries réunies de Burbach, Eich, Dudelange « Arbed », à Luxembourg**, intérêt fixe de 5 1/4 %, plus un intérêt supplémentaire de 0,05 % pour chaque quart de dollar ou fraction, réparti à titre de dividende au capital-actions en sus d'un dividende de 7 dollars. — **Siemens und Halske, A. G. Berlin et Siemens und Schuckert Werke, G. m. b. H. Berlin** : 6 1/2 %, plus une répartition supplémentaire (pendant les 10 premières années) de 1/3 % du dividende moyen des deux sociétés en sus de 7 %.)

d) L'intérêt supplémentaire variable est proportionnel au dividende attribué aux parts de fondateurs, parts bénéficiaires, etc, de la société émettrice ou d'une autre société (*Emprunt 1926 de la Colonie du Congo Belge*, produisant un intérêt fixe de 6 %, auquel s'ajoute un supplément variable d'intérêt égal au dividende d'une part bénéficiaire de la *Société des Mines d'Or de Kilo-Moto*).

Si l'on choisit comme base du revenu supplémentaire le chiffre d'affaires, on décidera par exemple que les obligations rapporteront un intérêt fixe de $7\frac{1}{2}\%$, plus un revenu complémentaire variable qui sera égal pour chaque titre à la $\frac{1}{500.000}$ partie du 1% du chiffre d'affaires annuel de la Société (*Société André Citroën*), — ou un intérêt fixe de 6% , plus un revenu variable proportionnel au montant des ventes de tabacs, soit $1\frac{1}{2}\%$ pour chaque excédent annuel de 100 millions du montant des ventes de tabacs par rapport à un produit fixe de 2 milliards, avec un minimum de 1% (*Caisse Autonome d'amortissement*).

L'intérêt complémentaire peut comporter un minimum garanti, c'est-à-dire acquis quel que soit le montant des bénéfices ou le chiffre d'affaires : ce super-intérêt constituant alors une charge obligatoire, il serait plus exact de dire que le revenu fixe est de 7% au lieu de 6% (dans l'hypothèse de la *Caisse d'amortissement*, par exemple) ; la justification de cette coutume se trouve dans ce fait que les crédits destinés au paiement de ce 1% supplémentaire garanti seront en règle générale prélevés sur les bénéfices nets, et, sauf au cas d'absence de bénéfices, ne seront pas considérés comme charge obligatoire.

De même cet intérêt supplémentaire peut comporter un maximum, c'est-à-dire que, quel que soit le montant des bénéfices ou du chiffre d'affaires, le revenu supplémentaire ne pourra dépasser un taux fixé.

2) *Stipulations relatives à l'amortissement et au remboursement de l'emprunt.* — Elles varient suivant les cas envisagés ; on rencontre toutes les clauses usuelles en la matière : généralement amortissement graduel par voie de tirages au sort ou de rachats en Bourse, plus rarement

remboursement en bloc de tout l'emprunt. Le remboursement se fait tantôt au pair, tantôt moyennant le paiement d'une prime.

Le remboursement du titre met fin à tout droit de participation aux bénéfices, l'obligataire n'est pas assimilable à l'actionnaire de jouissance ; cette règle générale peut toutefois subir des exceptions, dans des hypothèses tout-à-fait particulières (Colonie du Congo belge, par exemple.)

En tous cas, le droit au remboursement n'est jamais soumis à la condition que des bénéfices aient été réalisés en quantité suffisante pour assumer la charge de ce remboursement. Cette particularité est spéciale à l'hypothèse des Bons d'amortissement (1).

(1) Ces « *Bons d'amortissement* », émis par la Compagnie d'assurances **La Caisse Générale des Familles**, constituent quelque chose de tout à fait particulier : ils réunissent en effet certains caractères de l'action, et d'autre part certains éléments qui tendraient à les faire considérer comme des obligations ou tout au moins des titres de créance. Ces titres donnent droit : 1^o à un intérêt annuel de 5 % ; 2^o au remboursement au pair suivant un tableau d'amortissement ; il est convenu toutefois que l'annuité représentant l'intérêt et l'amortissement doit être prélevée avant toute distribution aux actionnaires, *mais seulement sur les bénéfices nets de la Compagnie* ; au cas où les bénéfices seraient insuffisants pour compléter l'annuité, le solde non amorti et ses intérêts à 5 % doivent être reportés aux annuités suivantes et prélevés en sus des sommes afférentes aux dites annuités ; enfin les porteurs n'ont aucun droit au remboursement des sommes non amorties à l'expiration de la Société, en cas d'insuffisance des bénéfices pour couvrir l'amortissement.

La nature juridique de ces titres fit l'objet de nombreuses discussions en jurisprudence et en doctrine : la solution généralement admise fut qu'il s'agissait d'un titre *sui generis*, participant de la nature de l'action et de l'obligation, mais ne se rapportant entièrement à aucune de ces deux catégories précises.

Cf. : T. Com. Seine, 7 décembre 1891, et Paris, 10 août 1893, J. Stés. 1894, 25.

T. Com. Seine, 19 janvier 1903, J. Stés. 1903, 153 (Note LECOULTURIER) ; Paris, 16 mars 1904, J. Stés. 1905, 71 (Note LECOULTURIER) ; Paris

Remarquons enfin que les emprunts d'obligations à intérêt extensible dont nous avons eu connaissance, ont généralement été émis à un terme relativement plus court que la moyenne des emprunts ordinaires : 10 ou 15 ans au plus ; ils mériteraient donc la qualification de Bons plutôt que celle d'Obligations. Faut-il voir dans cette particularité la manifestation d'une volonté des actionnaires de se débarrasser au plus vite de ces participants aux bénéfices ? ce désir paraît assez naturel, et ne doit pas être considéré comme une marque de mauvaise volonté de la part des actionnaires vis-à-vis des obligataires.

Section II. — La critique économique de la formule.

Que faut-il penser de l'obligation à intérêt extensible ?
Disons tout d'abord qu'il est à l'heure actuelle encore bien

1^{er} juin 1904, D. 1906, I, 193 (Note PERCEROU) ; Cass., 26 juillet 1905, S. 1908, I, 473 (Note WALH).

Ces Bons d'Amortissement diffèrent des obligations à intérêt extensible notamment en ce que le remboursement du capital lui-même est soumis à la réalisation de bénéfices, tandis que les obligations à revenu variable demeurent une véritable créance dont le remboursement en capital n'est soumis à aucune condition de ce genre. Il semble à ce sujet que M. GUÉRARD (*Rev. Stés.*, 1922, 144) et M. AUGER (*Rec. Jur. Stés.*, 1921, 99) aient commis une légère erreur en disant que l'intérêt variable des obligations à revenu variable ne représente pas en réalité un intérêt, mais le remboursement du capital, « l'amortissement du capital de la dette s'effectuant ainsi annuellement, rapide au cours des temps prospères, lent et même totalement suspendu lorsque les affaires seront mauvaises », « le coupon, au lieu de représenter un revenu, représente la vocation du porteur à un amortissement proportionnel aux bénéfices ». Ce qui revient à dire, semble-t-il, que, lorsque le total des intérêts touchés par les obligataires au cours d'un certain nombre d'exercices, atteindra 100 % de la valeur nominale, le titre sera amorti en capital. Nous ne croyons pas que cette conception soit une traduction exacte de la pratique courante.

difficile, sinon totalement impossible, de la juger sainement et en toute liberté d'esprit.

Pour qu'une institution nouvelle puisse être appréciée à sa juste valeur (et ceci est particulièrement vrai en matière économique), il est nécessaire qu'elle soit bien connue, il faut que toutes les clauses qu'elle renferme aient eu l'occasion de jouer librement, il faut que des résultats aient été obtenus et comparés sur une large échelle ; enfin il est bon que celui qui la veut apprécier bénéficie d'un certain recul dans le temps.

Assurément, ces conditions ne sont pas encore pleinement remplies par l'institution nouvelle qui nous occupe. Les obligations à intérêt extensible n'ont que 3 ou 4 ans d'existence : et les premiers résultats connus ne peuvent être comparés entre eux, car ils correspondent à une période économique extrêmement troublée, marquée d'abord par l'apaisement de la crise générale, puis par le développement brusque et intensif de la crise financière. La seule conclusion que l'on puisse adopter avec certitude, c'est que la formule s'est révélée assez souple pour s'adapter à ces diverses circonstances.

Essayons cependant d'entrevoir l'avenir qui, d'après les plus sages prévisions, paraît être réservé aux obligations à intérêt extensible.

Prenons d'abord l'hypothèse dans laquelle l'intérêt variable est fonction du chiffre d'affaires. Il semble, à première vue, extrêmement dangereux pour l'entreprise emprunteuse de faire dépendre du montant du chiffre d'affaires qu'elle atteindra, le taux de l'intérêt qu'elle devra payer à ses créanciers : car, dira-t-on, on peut obtenir un chiffre d'affaires très élevé, et cependant voir l'exercice d'exploitation se solder par une perte ; au lieu d'alléger la

charge des intérêts (ce qui est le but de l'obligation à intérêt extensible), on n'aura fait que l'alourdir davantage.

L'objection est justifiée en principe, mais ne se vérifie généralement pas en pratique : les entreprises qui usent du procédé ont la certitude de trouver des débouchés qui leur permettront d'écouler toute la production correspondant à un chiffre d'affaires normal ; elles n'augmenteront leur production qu'en fonction de débouchés nouveaux : et si une crise de surproduction intervient (comme par exemple la crise de mévente qui a si péniblement affecté toute l'industrie automobile française en décembre et janvier derniers), l'entreprise devra se résigner à réduire son chiffre d'affaires, quelque lourds que soient les sacrifices qu'elle devra consentir dans ce but.

La clause d'intérêt extensible d'après le chiffre d'affaires nous paraît, néanmoins, beaucoup moins recommandable que la clause d'intérêt variable suivant les bénéfices acquis (sauf dans les hypothèses exceptionnelles, telles que celle de la Caisse autonome d'amortissement, dans laquelle une crise de sous-consommation n'est pas à prévoir).

Faire varier l'intérêt supplémentaire suivant les bénéfices obtenus, c'est un procédé très avantageux pour la société emprunteuse : elle peut ainsi réduire l'intérêt fixe à payer en tout état de cause, cette diminution étant compensée aux yeux des obligataires par l'appât d'un intérêt supplémentaire. Cet intérêt supplémentaire n'est pas une charge pour la société, puisqu'il n'est jamais pris que sur des bénéfices : et les actionnaires ont tout avantage à accepter volontiers cette légère restriction apportée à leurs dividendes, qui sera compensée par une marche plus facile de la société.

Quant à l'obligataire : il a la certitude que son capital

lui rapportera en toutes circonstances un revenu convenable, il court de plus le risque de toucher un revenu complémentaire, qui, dans les années favorables, lui permettra de capitaliser son opération à un taux très intéressant. S'il a droit, par exemple, à un super-intérêt proportionnel au super-dividende distribué aux actionnaires, il a, au point de vue du rapport financier du titre, tous les avantages de l'action, sans en courir les risques principaux.

Nous avons la certitude qu'un capitaliste, qui n'exigerait de son argent qu'un revenu moyen (6 % par exemple), aurait tout avantage à investir ses capitaux sous la forme d'obligations à intérêt extensible, étant donné qu'un revenu minimum lui est garanti et que, si l'affaire est bonne, il peut espérer un intérêt complémentaire de 1 ou 2 %, sans avoir à supporter aucun risque spécial. L'obligation à intérêt extensible s'adresse, à notre avis, à cette catégorie de capitalistes qui, ne pouvant courir tous les risques inhérents à l'action (risque de ne toucher aucun revenu pendant une ou plusieurs années, risques très graves quant au capital, etc.), acceptent l'aléa de ne recevoir qu'un revenu plus modique lors d'un exercice, s'ils peuvent espérer bénéficier d'une distribution plus avantageuse les années suivantes, tout en conservant les droits les plus certains relativement au remboursement intégral de leur capital dans les délais fixés.

On exprime volontiers l'opinion que les obligations à intérêt extensible suivant le montant des bénéfices ou le chiffre d'affaires ne présente réellement d'attrait que dans une période troublée telle que celle que nous avons traversée au cours de ces dernières années. Veut-on dire par là que, en période normale, le chiffre d'affaires et le mon-

tant des bénéfices donneraient lieu à des répartitions à peu près identiques, et qu'en fait l'intérêt ne serait pas variable d'une année à l'autre : cette opinion ne serait pas entièrement exacte (quelque preuve qu'on veuille tirer à l'appui de cette conception, de la tendance moderne à équilibrer entre les divers exercices les distributions de dividendes, en constituant pendant les années favorables une réserve de bénéfices distribuables, dans laquelle on puisera lorsque les bénéfices de l'exercice nouveau seront insuffisants pour répartir le dividende ordinaire).

Et quel que soit le taux du loyer de l'argent (plus élevé en période de crise, plus bas en période normale), la société débitrice a toujours avantage à réduire le taux de l'intérêt qu'elle doit payer dans les années d'exploitation déficitaire.

L'obligation à intérêt extensible nous paraît avantageuse en tout état de cause, pour la société débitrice aussi bien que pour le capitaliste prêteur. Il demeure cependant évident que ces avantages apparaissent de façon plus particulièrement marquée dans les périodes de crises (1).

(1) Sur la manière de réaliser en pratique l'« Obligation à troisième coupon ». Cf. COPPER-ROYER, *Tr. des Sociétés Anonymes*, t. II, N° 507.

CHAPITRE II

LES OBLIGATIONS A COUPON VARIABLE

L'insertion de la clause d'intérêt extensible dans une émission d'obligations ne s'explique et n'est intéressante qu'en raison de circonstances économiques exceptionnelles du genre de celles que nous subissons depuis quelques années. L'obligation à coupon variable au contraire est de tous les temps, car en toute époque il y a des sociétés qui font de mauvaises affaires et réclament de leurs créanciers des sacrifices susceptibles, en allégeant les charges auxquelles l'entreprise doit faire face, de lui permettre de se relever. L'expérience démontre que les créanciers abandonnent volontiers tout ou partie des intérêts qui leur avaient été originairement promis, si ce sacrifice a pour résultat de leur conserver intact leur capital. Mais il est, pour la société, de meilleure tactique encore de ne pas leur enlever tout espoir, et de promettre aux obligataires qu'on leur distribuera à titre d'intérêt tout le produit bénéficiaire de l'exploitation, les actionnaires ne pouvant recevoir de répartition quelconque qu'après désintéressement complet des obligataires.

Aussi la formule de l'obligation à coupon variable ne tarda-t-elle pas à être consacrée en pratique, et bien vite on imagina et on réalisa les diverses clauses que nous connaissons encore aujourd'hui.

Dès 1870, les porteurs d'obligations 3 % de la *Compagnie du canal de Blaton à Ath et de la Dendre canalisée (Belgique)* ratifient une convention d'après laquelle leur rétribution sera réduite aux bénéfices disponibles : en 1888, la situation de la Compagnie s'étant stabilisée, les obligataires donnent leur consentement à un traité définitif qui leur promet un revenu variable cumulatif maximum de 15 francs, les coupons demeurés en souffrance devant être payés au moyen de bénéfices réalisés lors d'un exercice ultérieur et non entièrement absorbés par le paiement de l'intérêt annuel. La même opération est réalisée en 1872-1877 au profit des obligataires de la *Compagnie du Chemin de fer de Chimay (Belgique)*.

Mais c'est au cours des dernières années du XIX^e siècle que la formule reçoit sa consécration définitive en doctrine et en pratique, à l'occasion des difficultés que souleva l'adoption du régime du coupon variable par quatre importantes Compagnies de chemins de fer étrangères : *La Compagnie des Chemins de fer Portugais*, *la Compagnie des Chemins de fer Argentins*, *la Compagnie des Chemins de fer de Santa-Fé*, et *la Compagnie des Chemins de fer de Beyrouth-Damas-Hauran*. Diverses décisions de la Cour de Cassation ou d'autres Tribunaux validèrent ou homologuèrent les concordats qui consacraient le remplacement de l'intérêt fixe stipulé au contrat d'émission par un intérêt variable suivant le montant des bénéfices disponibles (1).

(1) *Compagnie des Chemins de fer ARGENTINS*. Cass., 5 nov. 1895, D. 1897, I, 112.

Compagnie des Chemins de fer de SANTA-FE : Com. Seine, 9 juin 1902 et Paris 27 mai 1902, D. 1906, II, I ; J. Stés., 1904, 430.

Compagnie des Chemins de fer de BEYROUTH-DAMAS-HAURAN : Com. Seine, 22 avril 1901, J. Faill. 1901, 504 ; Ann. D. Com., 1901, 272.

L'obligation à coupon variable a dès lors acquis droit de cité, et désormais les exemples vont s'en multiplier, soit à l'occasion de difficultés propres à une entreprise déterminée (1), soit à l'occasion d'une crise générale affectant tout un pays (2).

Enfin les crises économiques sans précédent qui marquèrent les années de guerre et d'après-guerre, constituèrent un milieu exceptionnellement favorable au développement intensif de l'institution, à tel point que des législations positives durent consacrer formellement le procédé (loi française du 2 juillet 1919 sur le règlement transactionnel, — loi suisse du 20 février 1918 sur les Communautés de créanciers dans les emprunts par obligations).

Nous prendrons d'abord quelques exemples, qui nous permettront de passer en revue les différentes clauses employées; puis, ayant ainsi illustré la formule, nous verrons quels résultats ont été obtenus par son utilisation, et ce qu'il faut en général penser de la clause de coupon variable.

SECTION I. — Les diverses clauses dans les obligations à coupon variable

Le thème général est le suivant : transformation de l'intérêt fixe stipulé au contrat d'émission, en un intérêt

(1) *Société du JARDIN D'ACCLIMATATION, C^{ie} des Voitures « L'URBAINE »*, *Société Métallurgique de l'OURAL-VOLGA* : Ann. D. Com., 1902, 262.

(2) *BRAZIL RAILWAY C^o* : réorganisation de 1918.

SOROCABANA RAILWAY C^o : réorganisation de 1923.

CHICAGO MILWAUKEE RAILWAY C^o.

C^{ie} des Chemins de fer de DOURADO : réorganisation de 1917-1920.

C^{ie} des Chemins de fer de DAMAS-HAMAH.

CREDIT FONCIER MEXICAIN, etc.

variable proportionnel aux bénéfices réalisés par chaque exercice d'exploitation.

Un pareil résultat peut être obtenu de différentes façons, suivant les cas envisagés.

a) On peut convenir que la totalité de l'intérêt sera variable, ou bien au contraire qu'une partie de l'intérêt demeurera fixe : en ce dernier cas, si les bénéfices n'existent pas, ou sont insuffisants, le service relatif à cette portion d'intérêts pourra être considéré comme une charge obligatoire de l'entreprise, ou bien il sera effectué au moyen d'annuités que d'autres collectivités s'engagent à verser au cas de besoin (Obligations Danube-Save-Adriatique, p. ex.).

b) L'intérêt variable peut être illimité ; ou bien, et c'est le cas ordinaire, il ne pourra dépasser un maximum, qui peut être égal, supérieur, ou inférieur au taux primitif de l'emprunt.

c) L'intérêt variable peut être cumulatif : si l'intérêt distribué pour un exercice n'a pas atteint le maximum, il devra être ultérieurement complété au moyen de bénéfices non absorbés par le paiement de l'intérêt courant.

d) La convention qui rend variable l'intérêt peut avoir un effet définitif pour toute la durée de l'emprunt, ou bien limité à une période à l'expiration de laquelle, moyennant certaines conditions, il redeviendra fixe. (Cet intérêt fixe sera en général légèrement supérieur au taux primitif).

e) Dans l'hypothèse où plusieurs coupons n'ont pas été payés : on peut décider qu'ils seront définitivement abandonnés, sans aucune compensation : — ou qu'ils seront payés dans l'avenir par le jeu de la clause de cumul ; — ou qu'ils seront remplacés par des « *scripts* », titres consta-

tant la consolidation du coupon, et qui seront considérés comme une créance en capital, portant intérêts, négociables comme une obligation, et remboursables par voie de tirages au sort (1).

Les coupons en souffrance peuvent encore être réglés au moyen de la délivrance d'actions, généralement privilégiées, de la société débitrice.

f) Quant à la valeur nominale de la créance obligataire : elle peut être maintenue dans son intégralité ; — ou bien être réduite purement et simplement à un tant pour cent de sa valeur initiale ; — ou bien les obligataires recevront en compensation de la diminution de la valeur nominale de leur créance, une ou plusieurs actions de la société débitrice.

g) Une clause qui se rencontre très fréquemment à l'occasion de la transformation d'obligations ordinaires en obligations à coupon variable est la clause dite « *clause d'option* ». Les obligataires doivent choisir entre deux solutions : ou bien se voir désintéressés immédiatement au moyen d'un dividende de liquidation qui consacrera la perte définitive d'une portion plus ou moins forte du capital engagé — ou bien recevoir en échange de leurs obligations anciennes des obligations nouvelles à coupon variable. Il pourra même se faire que le capital nominal des obligations nouvelles soit notablement inférieur au capital nominal des obligations anciennes, la différence étant compensée par la distribution d'actions ou de parts bénéficiaires de la Société débitrice (2).

(1) Cf. MAGUERO, « Les emprunts étrangers dits « Fundings » devant le fisc français », *Rev. Politique et Parlementaire*, 1916, II, 189.

(2) Cette clause d'option soulève des difficultés d'ordre juridique que nous retrouverons dans la II^e Partie.

h) L'amortissement de l'emprunt sera d'ordinaire suspendu pendant un certain délai, mais il ne pourra jamais être supprimé totalement ; on ne pourra pas non plus le soumettre à la condition que des bénéfices suffisants soient réalisés, sur lesquels seront prélevés les crédits nécessaires à ce remboursement, comme il était convenu pour les « Bons d'amortissement » de la **Caisse générale des familles** (1).

i) Enfin, en compensation des sacrifices de tous genres qu'ils ont été amenés à consentir, les obligataires reçoivent souvent le droit de nommer au Conseil d'administration de la société un ou plusieurs administrateurs, qui auront spécialement pour mission de veiller à la sauvegarde du gage des créanciers : de cette façon, ceux-ci auront la certitude que l'exploitation se fait bien en vue de leurs intérêts propres ou de l'intérêt de tous ceux qui ont engagé quelque capital dans l'affaire, et non uniquement dans l'intérêt des seuls actionnaires (qui demeurent cependant uniques propriétaires de l'entreprise sociale). Il est d'ailleurs expressément convenu d'ordinaire que les actionnaires ne pourront en aucun cas avoir droit à une répartition quelconque de bénéfices ou de capital, tant que les obligataires n'auront pas reçu au moins le plein des intérêts qui leur sont dûs.

Voyons maintenant, en passant en revue quelques exemples, comment ces diverses clauses sont réalisées et combinées dans la pratique.

Les porteurs de Bons et d'Obligations de la *Société Anonyme des Etablissements Delaunay-Belleville*, (et par

(1) Cf. note p. 22.

assimilation tous les créanciers autres que les fournisseurs), ont été sollicités de donner leur assentiment aux propositions suivantes, dans le but de permettre à l'entreprise de reprendre une vitalité nouvelle par l'allègement de sa dette :

« I. Pendant une durée de quinze années à compter du 1^{er} septembre 1923, les produits nets d'exploitation revenant aux **Etablissements Delaunay-Belleville**, ou tous autres produits nets, seront affectés au service des coupons des Bons et Obligations et des intérêts des créances, concurremment et proportionnellement, conformément aux stipulations suivantes :

a) La Société ne sera tenue envers ses porteurs de Bons, obligataires, et créanciers, de payer les coupons et les intérêts des créances, que dans la mesure où les produits nets d'exploitation lui revenant, ou tous autres produits nets, laisseront un excédent disponible en leur faveur.

b) Les droits des porteurs de Bons, obligataires et créanciers sur la portion des coupons et intérêts que l'excédent des résultats ne permettrait pas de régler pour un ou plusieurs exercices, seront reportés, sans capitalisation d'intérêts, sur le ou les exercices suivants, pour être payés dans la mesure de l'excédent disponible, ainsi qu'il est prévu en a).

c) Pour tous les exercices où l'excédent disponible ne sera pas suffisant pour assurer d'une façon régulière le paiement des coupons et intérêts aux dates d'échéance, la société pourra ne procéder qu'à une répartition annuelle qui aura lieu le 1^{er} avril pour l'exercice ayant pris fin le 30 septembre précédent.

d) Si l'excédent disponible dans un exercice quel-

conque est supérieur à la somme nécessaire pour assurer le paiement des intérêts arriérés, et le service intégral des coupons et des intérêts, le surplus sera affecté, concurremment et proportionnellement, à l'amortissement des Bons et Obligations au pair par voie de tirages au sort, et à l'amortissement au pair des créances.

e) Lorsque le service des arriérés ayant été mis à jour, la société aura pu assurer pendant deux années consécutives le service intégral des coupons et des intérêts, les porteurs de Bons, obligataires et créanciers rentreront dans l'exercice de leurs droits au service régulier desdits coupons et intérêts, et la société sera tenue d'y faire face aux échéances prévues.

Il en sera de même en tout état de cause à la fin de la période des 15 années commençant le 15 septembre 1923.

II. L'assemblée générale de la Société civile des porteurs de Bons, de la Société civile des Obligataires, et le Groupe des créanciers désigneront chacun un délégué qui aura le droit :

a) D'assister à toutes les délibérations du Conseil d'administration des établissements **Delaunay-Belleville**, avec voix consultative et pouvoir de faire consigner ses observations au procès-verbal.

b) D'assister à toutes les assemblées générales des actionnaires.

c) De prendre communication à toute époque, en personne ou par mandataire, de la comptabilité de la société, de l'inventaire, du bilan, du compte de Profits et Pertes et des pièces justificatives, en se faisant assister, s'il le juge à propos, de toute personne de son choix. Les délégués dresseront chaque année un rapport sur les opéra-

tions de la société des établissements **Delaunay-Belleville**, ainsi que sur la situation active et passive de la société.

De plus, la société ne pourra sans l'assentiment de ces délégués :

a) Contracter aucun emprunt représenté par des titres.

b) Contracter aucune dette, sauf d'exploitation, et avec maximum de 8.000.000 francs.

c) Réaliser un ensemble d'actif de valeur industrielle supérieure à 5.000.000 francs ».

Réunis en assemblée générale le 20 juillet 1924, les porteurs d'obligations des **Fonderies et Ateliers de Nord-Paris (Bons-Sohier)**, adoptèrent un projet de réorganisation de la société, contenant, entre autres, les stipulations suivantes :

« 1) Le montant nominal de chaque Bon sera ramené de 500 à 150 francs. Il sera attribué à chaque porteur de Bons une action ordinaire de 125 francs du capital nouveau pour chaque bon ancien, entièrement libérée par compensation. Chaque porteur aura droit en outre à une part bénéficiaire.

d) Les Bons ainsi réduits ne seront plus productifs que d'un intérêt de 3 % net au lieu de 6 1/2 %, du 16 mars 1924 au 16 mars 1929 ; à partir de la 6^e année, l'intérêt pourra être variable d'après les revenus de l'exercice, avec un minimum de 3 % et un maximum de 6 1/2 % ».

Des arrangements analogues ont été consentis par les porteurs d'obligations de la **Société Navale de l'Ouest** le 2 février 1923, et ceux de la **Société des Moteurs Gnome et Rhône** le 27 mars 1924, et ceux de la **Société des Automobiles Brasier** en 1921.

Compagnie des chemins de fer « Danube-Save-Adriatique (*anciennement chemins de fer Lombards*) : l'exploitation déficitaire des années de guerre et le tronçonnement du réseau entre quatre Etats (Autriche, Hongrie, Italie et Yougoslavie) d'après les articles 320 du Traité de Saint-Germain et 304 du Traité de Trianon, ont nécessité une réorganisation financière complète de la Société, réalisée par l'Accord de Rome en date du 20 mars 1923. L'unification de la dette obligataire est obtenue par l'échange, titre pour titre, de toutes les obligations « **Lombards** » 3 %, 4 %, 5 %, non sorties aux tirages, contre des obligations nouvelles « **D. S. A.** » de type unique ; ces obligations rapportent un intérêt fixe de 3,60 francs-or gagés sur les annuités à verser par les Etats intéressés, auquel s'ajoute un intérêt supplémentaire proportionnel aux bénéfices de chaque exercice avec maximum de 1,80 franc-or. L'amortissement, qui devra être terminé au 31 décembre 1968 et s'effectuera par voie de tirages au sort ou par rachats libres, se fera sur la base de 90 francs-or ; toutefois le montant du remboursement pourrait être élevé jusqu'à 112,50 francs-or au maximum. Les coupons échus du 1^{er} juillet 1914 au 1^{er} janvier 1919 seront remboursés par des scripts à raison de 2 francs-or par coupon, ceux échus du 1^{er} janvier 1919 au 1^{er} janvier 1923, à raison de 1,40 franc-or., les scripts devant être remboursés par tirages au sort en 25 ans. Les intérêts ont été payés :

Le 1^{er} mars 1924, à raison de 4 francs-or (72 cents).

Le 1^{er} mars 1925, à raison de 3,60 francs-or (69 cents).

Le 1^{er} mars 1926, à raison de 4 francs-or (72 cents).

Le 1^{er} mars 1927, à raison de francs-or (77 cents).

Les obligations « **D. S. A.** » ont été cotées en Bourse de Genève : en 1924, de 31 à 38, 25 ; en 1925, de 38,25 à 49,75 ; le 1^{er} avril 1926, à 58 ; le 1^{er} avril 1927, à 59,25. (A Paris, 447 en juillet 1926 ; 332 en novembre 1926 (1).

Brazil Railway Company (Portland: U. S. A.). — Cette Société, désorganisée par la chute du Milréis brésilien en 1912-1914, passa avec ses obligataires un arrangement (accords de Londres en août 1918, homologués par les Tribunaux américains le 22 octobre 1918), aux termes duquel : outre les pouvoirs d'information et de surveillance habituels dans ces sortes de réorganisations, les obligataires reçoivent le contrôle de l'affaire, avec droit de désigner la majorité du Conseil d'administration, et même d'intervenir en certaines hypothèses dans le fonctionnement de la Compagnie. Le *Comité Conjoint des Obligataires* possède en effet les pouvoirs suivants : droit d'information et de surveillance, — droit de désigner 7 membres sur 9 du Conseil d'administration, — droit de veto sur certains actes, tels que constitutions d'hypothèques nouvelles, modifications à introduire dans les Statuts, — droit d'approbation du budget annuel, — de centralisation des revenus, — droit d'empêcher, suspendre ou autoriser l'exercice d'actions judiciaires contre la Compagnie (2) (3).

En Suisse, un usage très fréquent du procédé a produit d'excellents résultats à propos de Compagnies de Chemins

(1) (Cf. Articles du D^r. CHATENAY, au *Bulletin Financier Suisse*, 1921-23).

(2) (Cf. Ann. Assoc. Nat. des Porteurs de Valeurs Mobilières, 1920, p. 159 ss.).

(3) Cf. de même le 1^{er} projet de réorganisation de la dette obligataire de la *BANQUE FONCIÈRE DU JURA A BALE* en 1923.

de fer de montagne, de Sociétés Hôtelières, et même de grandes Banques (1). (Cf. Tableau ci-annexé).

SECTION II. — Ce qu'il faut penser de l'obligation à coupon variable

En exposant ce qu'est une obligation à coupon variable, nous avons déjà signalé ses avantages, et indiqué les besoins auxquels elle répond, les difficultés qu'elle permet de résoudre ou d'écarter : nous n'avons donc pas à revenir longuement sur ce point : il nous suffira de dégager quelques idées précises.

Constatons d'abord que ces obligations à coupon variable ont été utilisées dans de nombreux cas, par des entreprises de tous genres et de toute importance : Compagnies de Chemins de fer ou de navigation, Sociétés hôtelières, Banques, Sociétés proprement industrielles grandes ou petites. Et ceci est déjà une référence qui n'est pas sans valeur, c'est une preuve que l'emploi de la formule n'exige pas la réunion de conditions exceptionnelles. Remarquons aussi que d'ordinaire, au moins lorsque les Sociétés étaient viables, les résultats financiers ont été satisfaisants : lorsque un maximum avait été fixé, il a généralement été atteint, immédiatement ou par le jeu de la clause de cumul.

Mais surtout le but visé a toujours été réalisé : la liquidation de l'entreprise a été évitée. Le budget social n'étant

(1) CREDIT FONCIER DE BALE, BANQUE POUR VALEURS DE TRANSPORTS à GLARIS, BANQUE DES CHEMINS DE FER ORIENTAUX A ZURICH, etc.

Voir encore : Chemins de Fer ANDALOUS, Chemins de fer DU SUD ET DE L'OUEST DE L'ESPAGNE, SUCRERIES D'EGYPTE, UNION MINIÈRE DE RUSSIE, etc.

plus alourdi par une charge annuelle d'intérêts disproportionnée avec les résultats d'une exploitation déficitaire, ou en tous cas à peine capable de balancer les frais de production, toutes les puissances actives de l'affaire ont pu être consacrées à l'obtention d'une production de qualité meilleure et à la recherche de débouchés nouveaux correspondant à une production plus intensive. D'un mot, le développement de l'entreprise n'a plus été entravé par la nécessité de consacrer chaque année au paiement des coupons d'intérêt une partie importante des capitaux disponibles (ou même par l'obligation d'emprunter spécialement à cet effet). Subordonner l'acquittement du service d'intérêts à la réalisation de bénéfices disponibles, c'est donner à l'entreprise une aisance, une liberté d'action, qui, dans des circonstances difficiles, est un gage de succès.

Les obligations à coupon variable n'ont-elles pas quelques inconvénients? N'oublions pas que la société qui propose à ses créanciers l'introduction de cette clause, est par définition une société en proie à des difficultés particulièrement angoissantes. Un sacrifice partiel est nécessaire sous peine de disparition complète du capital engagé, les obligataires ont donc tout intérêt à le consentir.

Tout en reconnaissant volontiers que l'institution n'est sans doute pas exempte de toute critique, nous croyons que les obligations à coupon variable ont démontré de façon décisive leur utilité et leurs avantages: la meilleure justification de l'expérience est encore l'obtention d'un résultat avantageux dans les limites du droit.

NOM DE LA COMPAGNIE	DÉSIGNATION DE L'EMPRUNT		
		Dates	Amortissement
Compagnie du chemin de fer Montreux-Oberland Bernois	A) 4 $\frac{1}{2}$ % 1904 (7.000.000). 1 ^o hyp. Montreux Zweisimmen. B) 4 $\frac{1}{2}$ % 1907 (1 400.000). 2 ^o hyp. Montreux-Zweisimmen. C) 4 $\frac{1}{2}$ % 1913 (550.000). 1 ^o hyp. Zweisimmen-Lenk et 3 ^o hyp. Montreux-Zwei- simmen.	8-5-22 — —	prorogé de 10 ans prorogé de 20 ans —
Compagnie du chemin de fer Berne-Lötschberg-Simplon	4 % 1906 (29.000.000). 1 ^o hyp. Frutigen-Brigue.	1-5-23	prorogé de 10 ans
Compagnie du chemin de fer de la Bernina	4 $\frac{1}{2}$ % (7.000.000). 1 ^o hyp. (coupures de 1'000).	1-3-24	
Compagnie du chemin de fer de la Jungfrau	A) 5 % 1900 (2.500.000) 1 ^{re} hyp. B) 5 % 1909 (3.000.000) 1 ^{re} hyp. C) 5 % 1906 (1.500.000) 2 ^e hyp.	26 3-21	
Compagnie du chemin de fer de Viege à Zermatt	4 % 1898 (3.500.000) 1 ^{re} hyp.	31-10-21	prorogé de 7 ans
Société du Funiculaire d'Interlaken au Harder	4 $\frac{1}{2}$ % 1909 (700.000).	11-6-23	(Chaque obligation de prorogé de 12 ans
Compagnie du chemin de fer de Martigny au Chatelard	4 % 1904 (4.000.000).	29-9-22	prorogé de 10 ans
Compagnie du chemin de fer de la Wengernalp	3 $\frac{1}{2}$ % 1895 (2.000.000). 1 ^o hyp. (coupures de 1.000).	23-11-21	
Compagnie du chemin de fer de Glion aux Rochers de Naye	5 % 1896 (1.500.000) 1 ^{re} hyp.	24-2-23	prorogé au 15 nov. 1927
Compagnie du chemin de fer Montreux-Glion	4 $\frac{1}{2}$ % 1909 (2.000.000).	21	(Chaque obligation d
Compagnie du chemin de fer du Gornergrat	4 $\frac{1}{2}$ % 1911 (1.500.000).	21	prorogé de 5 ans

Cf. encore : Aigle Ollon-Monthey ; Erlenbach-Zweisimmen ; Territet-Glion ; Oberland Bernois ; et d'a
 ④ : un dividende a été distribué au capital-actions.

STIPULATIONS CONCORDATAIRES		INTÉRÊTS		
Intérêts échus	Intérêts à venir	1922	1923	1924
octobre 1915-30 septembre 1922 : action privilégiée de 150 frs.	a) 1 ^{er} octobre 1922-1 ^{er} octobre 1927 : variable cumulatif 4 ½ % b) 1 ^{er} octobre 1927-1 ^{er} octobre 1929 : 4 ½ % fixe a) 1 ^{er} octobre 1922-1 ^{er} octobre 1927 : variable cumulatif 5 % b) 1 ^{er} octobre 1927-1 ^{er} octobre 1937 : 5 % fixe		max.	max.
Novembre 1915-Mai 1922 : action de priorité 4 % par 5 obligations	a) mai 1922-mai 1927 : variable cumulatif 4 % b) à partir de mai 1927 : 4 % fixe	max.	max.	max.
jusqu'à 1922 : 1 action de priorité de 100 frs. pour 1923 : 1 coupon de 25 frs.	a) 1924-1928 : variable cumulatif 5 % b) à partir de 1929 : 5 % fixe			max.
octobre 1915-octobre 1919 : abandonnés octobre 1919-octobre 1921 : 1 action de priorité 6 % par 4 obligations.	a) octobre 1921-octobre 1925 : variable cumulatif 5 ½ % b) à partir d'octobre 1925 : 5 ½ % fixe	2,5 % 2,5 %	3,5 % 3,5 %	5,5 % 5,5 %
16 avril 1917-16 avril 1922 : actions privilégiées de 100 frs. par obligation de 1000 frs.	a) 16 avril 1922-16 avril 1924 : variable cumulatif 5 % b) à partir du 16 avril 1924 : variable cumulatif 5 ½ %	max.	max.	max.
est convertie en une action privilégiée de 250 frs. et une obligation de 250 frs.) 1 ^{er} avril 1914-1 ^{er} octobre 1922 : action privilégiée de 150 frs.	a) 1 ^{er} octobre 1922-1 ^{er} octobre 1927 : variable cumulatif 5 %	max.	max.	max.
janvier 1915-1 ^{er} janvier 1922 : bons de 50 frs.	b) 1 ^{er} janvier 1922-31 décembre 1926 : variable cumulatif 4 %	max.	max.	max.
1915-1919 : abandonnés	a) 1 ^{er} janvier 1920-31 décembre 1925 : variable cumulatif 4 ½ % b) à partir du 1 ^{er} janvier 1926 : 4 ½ % fixe	1 %		
1917-1921 : action privilégiée 6 % de 100 frs.	1922-1927 : variable cumulatif 5 %		2,5 %	4 %
est convertie en une obligation de 250 frs. et 5 actions privilégiées de 50 frs.) 1 ^{er} juillet 1914-30 juin 1919 : abandonnés	a) 1 ^{er} juillet 1919-30 juin 1926 : variable cumulatif 4 ½ %	0	0	0
30 avril 1915-30 avril 1920 : obligation de 225 frs. à intérêt variable 2 % maximum 2 ^e hyp.	a) 30 avril 1921-31 octobre 1926 : variable cumulatif 4 ½ % b) à partir du 31 octobre 1926 : 5 % fixe			

organisations étudiées par M. ISAAC, Les valeurs de Transports et d'Hôtels, telles que : Hôtels National et Cygn

COURS EN BOURSE							
1926	1913	Plus bas	1923	1924	1925	1 ^{er} avril 1926	1 ^{er} avril 1927
max.	97 %	25 % (1920)	68 %	72 %	77 %	88,5 %	87 %
max						93 %	92 %
max.							
	60 %	20 % (1920)	45 %	51 %	51 %	51,85 %	53,5 %
						90 %	90,5 %
					98,5 % 98,5 % 99,5 %	101 % 101 % 103 %	99,25 % 98 % 98 %
	94 %	30 % (1920)	82 %	88 %	93 %	100,5 %	98,75 %
	97 %	17 % (1922)	28 %	50 %	70 %	85 %	80 %
	97 %	20 % (1920)	43 %	41 %	47 %	48 %	53 %
					80 %	94 %	84 %
	97 %	38 % (1922)	60 %	62 %	79 %	92,5 %	86 %
3 %	96 %	10 % (1920)	15 %	47 %	60 %	72,5 %	77 %
	99 %	35 % (1921)	70 %	83 %	90 %	101 %	95 %

and Hôtel de Territet, Hôtel Royal à Lausanne, Hôtel Victoria à Interlaken.

DEUXIEME PARTIE

Le Régime Juridique des Obligations à Revenu Variable

Le régime juridique des obligations à revenu variable est tout entier contenu dans les stipulations de l'acte qui leur donne naissance.

Il apparaît que trois ordres de problèmes se posent à l'occasion de cet acte :

Cet acte générateur d'obligations à revenu variable n'est-il pas un contrat ?

Quelle est la nature de ce contrat ?

Quels droits ce contrat reconnaît-il aux obligataires, et de quelle façon ceux-ci pourront ils exercer les facultés qui leur sont accordées ?

Nous examinerons donc ces trois problèmes : et, ce faisant, nous passerons en revue toutes les questions qui méritent de retenir notre attention dans cette partie d'étude juridique.

Le deuxième et le troisième point feront chacun l'objet d'un titre spécial. Quant au premier, il nous suffira de le résumer en quelques mots rapides.

L'acte générateur d'obligations à revenu variable est un

contrat : l'opération d'émission ou de souscription de tels titres renferme en effet les éléments que l'art. 1108 C. civ. déclare constitutifs du contrat.

Il y a d'abord consentement des parties : du capitaliste qui apporte ses fonds, et de la société qui les reçoit.

Ce consentement se rapporte à un objet, double puisqu'il s'agit d'un contrat synallagmatique : le capitaliste s'engage à fournir des fonds, la société à les lui rembourser dans un temps donné suivant des conditions déterminées, et à lui verser en outre des intérêts ; le versement de ces intérêts, cependant, dépendra, pour la totalité ou pour partie seulement, de la réalisation de bénéfices. Cette obligation de payer des intérêts est, selon l'art. 1129 C. civ., déterminée quant à son espèce : sa quotité est incertaine, mais pourra être déterminée d'après les modalités convenues : on ne peut tirer objection de ce que l'art. 1907 al. 2 veut que le taux de l'intérêt conventionnel soit fixé par écrit, une saine interprétation de ce texte conduisant à admettre que le taux seulement, et non le pourcentage de l'intérêt doive être convenu par écrit (1). L'obligation porte sur une chose future, ce qui est possible conformément à l'art. 1130 C. civ. L'art. 1174 est également respecté, il est de toute évidence que cette stipulation d'intérêts variables suivant les bénéfices obtenus ne constitue pas une condition potestative de la part de l'emprunteur : la réalisation de bénéfices ne dépend pas uniquement des chefs de l'entreprise, mais est subordonnée à l'action favorable et concomitante d'une foule de facteurs extérieurs. La condition, enfin, ne peut être défaillie, puisque l'on n'a jamais la certitude qu'elle ne

(1) AUGER, Les obligations à coupon variable (par. IV), Rec. Jur. Stés, 1921, 99.

sera pas accomplie dans le temps fixé : C. civ. 1176. L'objet du contrat est donc licite.

Quant à la capacité : on exigera de la part de la société emprunteuse la capacité commerciale, puisqu'il y a pour elle engagement commercial. Du côté du capitaliste prêteur, suffira-t'il de la capacité civile ordinaire, comme on l'admet pour les obligations de type courant : ou bien, à cause du rapport plus intime établi avec la société de par le fait de la participation aux bénéfices, sera-t-on plus exigeant, et considérera-t-on qu'il y a engagement commercial? Voit-on une opération commerciale dans l'acquisition d'une part de fondateur? il semble bien que non : il y a participation aux bénéfices, soit ; mais non à la gestion de l'entreprise. Si l'on admet que l'engagement du commanditaire est civil, ou si même, pour lui donner le caractère commercial, on s'appuie seulement sur la théorie de l'accessoire (qui ne peut trouver son application au cas qui nous occupe), peut-on hésiter lorsqu'il s'agit d'un simple obligataire participant aux bénéfices? Il ne semble pas douteux que son engagement soit civil, et que par conséquent la capacité commune suffise.

Enfin tout contrat doit avoir une cause : C. civ. 1131. On la trouve dans l'intention de prêter à la société une somme d'argent, moyennant restitution du capital dans un certain délai, et paiement d'un intérêt composé en tout ou partie d'une participation aux bénéfices.

L'acte de souscription ou d'émission d'obligations à revenu variable réunit donc toutes les conditions réclamées par l'art. 1108 : il est valable en tant que contrat.

Mais ce contrat, à quelle catégorie appartient-il? et quels sont les droits et obligations de chaque partie contractante?

TITRE PREMIER

LA NATURE DU CONTRAT D'OBLIGATION A REVENU VARIABLE

La question de la nature juridique du contrat d'obligation à revenu variable se pose de façon intéressante à cause de certains indices, d'après lesquels on pourrait croire que les rapports existant entre les porteurs de ces titres et la collectivité émettrice sont des rapports entre associés bien plutôt que des relations entre créanciers et débiteurs : de telle manière que l'obligation à revenu variable serait, sinon une action, du moins un titre *sui generis* de société, et non pas une véritable obligation.

Ce qui permet de soutenir une pareille opinion et lui donne une certaine force, ce n'est assurément pas le caractère de variabilité du revenu dans l'hypothèse envisagée : la notion de revenu variable n'est certes pas incompatible avec la notion de prêt à intérêt, toute l'évolution historique de cette dernière institution l'établit de la façon la plus formelle. C'est ce fait que le revenu variable constitue une participation dans les bénéfices : la participation aux bénéfices suppose et crée un lien très intime entre le participant et l'exploitant, elle implique souvent, à défaut du pouvoir de prendre une part effective et personnelle à la direction de l'entreprise, un droit de surveiller cette

administration pour s'assurer qu'elle ne porte pas atteinte aux intérêts de l'ayant-droit. Jusqu'à quel point n'y aura-t-il pas, en semblable occurrence, immixtion dans les affaires sociales ? D'autre part, dans de nombreux cas, les titulaires d'obligations à coupon variable ne deviennent-ils pas en fait les véritables maîtres de l'entreprise, dont l'exploitation n'est plus dirigée qu'en fonction de leurs intérêts, les actionnaires conservant bien la propriété de l'affaire, mais perdant l'exercice de la plupart de leurs droits ?

Il n'est donc pas inutile d'examiner attentivement la question de savoir si, en réalité, le contrat d'obligation à revenu variable ne consacre pas une mise en société plutôt qu'un prêt avec participation aux bénéfices.

CHAPITRE PREMIER

LE CONTRAT D'OBLIGATION A REVENU VARIABLE N'EST PAS UN CONTRAT DE SOCIÉTÉ

Le prêt obligataire compliqué d'une participation aux bénéfices de l'entreprise débitrice ne peut-il s'analyser en un contrat de société ?

Il est vrai, surtout depuis l'introduction fréquente en pratique de la clause statutaire d'intérêts fixes au profit de l'actionnaire, que les deux termes de la comparaison semblent se rapporter à deux situations singulièrement analogues :

a) Prêt obligataire, moyennant stipulation d'un intérêt fixe, et d'une part dans les bénéfices de l'entreprise subventionnée.

b) Apport en société d'un capital, moyennant stipulation d'un intérêt fixe (même en l'absence de bénéfices), et d'une part dans les bénéfices de l'entreprise, si les résultats acquis le permettent.

Supposons que le taux de l'intérêt fixe statutairement garanti à l'actionnaire soit aussi celui promis à l'obligataire, et que la proportion de bénéfices revenant à chacun d'eux soit la même : nous avons deux titres qui, au point de vue du revenu, présentent l'identité la plus absolue. Au cas où le bilan annuel fait apparaître un solde déficitaire, actionnaire et obligataire touchent le même inté-

rêt, 5 % par exemple : l'exercice se solde-t-il au contraire par des bénéfices, tous deux ont droit au même intérêt de 5 %, et au même pourcentage sur les bénéfices. Est-il possible de concevoir une similitude plus complète ?

Remarquons même que, en bonne théorie comptable au moins, ces intérêts fixes dus à l'actionnaire doivent être considérés comme charges obligatoires de la société, donc portés au compte de frais généraux, tout comme ceux dus aux obligataires (1).

Ce point de vue financier est sans doute le plus intéressant pour bon nombre de petits capitalistes, qui ne voient dans tout titre de valeurs mobilières qu'un capital devant leur rapporter à des échéances déterminées un revenu fixe ou variable sous le nom d'intérêt ou de dividende. Cet aspect de la question n'est cependant pas le seul : et s'il nous conduit à une conformité telle entre l'action et l'obligation qu'il soit permis de les confondre, cela suffit-il pour décider qu'actionnaire et obligataire ne sont plus qu'un, jouissant des mêmes droits et soumis aux mêmes devoirs : en un mot, que l'ancienne formule « l'actionnaire est un associé, l'obligataire un créancier » ne vaut plus, et que tous deux sont créanciers, ou tous deux associés ?

Une doctrine abondante, une jurisprudence fournie, ont fait justice de cette première allégation que l'actionnaire n'est plus un associé, du fait qu'il a droit à un intérêt garanti même en l'absence de bénéfices (2).

Notre tâche sera d'essayer d'établir que l'obligataire à revenu variable n'est pas un associé, mais demeure un

(1) BATARDON, *Traité pratique des Sociétés Commerciales*, p. 707.

(2) RIPERT, Prêt avec participation aux bénéfices, *Ann. Dr. Com.*, 1905, p. 55 et ss. : et THALLER, « De la clause statutaire d'intérêts fixes » *J. Stés* 1884 ; et note au D. 1900, I, 369..

créancier nanti d'un droit de participation aux bénéfices (1).

Une première observation s'impose, qui démontre l'intérêt de la controverse. C'est que souvent les parties usent de simulation dans l'intention de tourner la loi : et qu'on ne peut donc attacher grande importance à la dénomination qu'elles ont attribuée plus ou moins arbitrairement au contrat en question. Un notaire, par exemple, d'après les règlements de sa profession, ne peut entrer dans une société de personnes : il va dissimuler sa commandite sous le nom de prêt (2) ; ou bien un associé voulant se réserver la totalité des bénéfices, ou se dégager de toute contribution aux pertes, cherchera à éluder, en nommant prêt sa participation dans la société, l'art. 1885, al. 1 et 2 du Code civil prohibant la clause léonine (3). A l'inverse, pour éviter qu'un prêt ne soit taxé d'usure, on stipulera sous le nom de société (4). D'autres situations encore pourraient être envisagées, qui laisseraient apparaître un intérêt quelconque pour tel ou tel particulier à dissimuler sous une dénomination à dessein incorrecte la véritable nature du contrat qu'il a en vue.

Aussi le pouvoir doit-il incontestablement être reconnu aux tribunaux « de rechercher l'intention réelle des parties, en même temps que le caractère exact de la conven-

(1) Ce parallèle entre l'action et l'obligation à revenu variable s'inspirera d'une situation analogue dès longtemps connue (Cf. POTHIER, *Tr. des Sociétés*, n° 22), et définitivement établie aujourd'hui : la distinction du prêt de commandite, et du prêt avec participation aux bénéfices.

(2) Cass., 3 mars 1903, D. 1904, I, 257.

(3) Cass., 3 août 1875, D. 1876, I, 81 ; Vervins, 31 juillet 1902, D. 1903, II, 426 ; Com. Seine, 11 mars 1914, J. Stés, 1915, 202.

(4) Cass., 16 juin 1863, D. 1863, I, 295 ; Cass., 6 février 1905, D. 1905, I, 391.

tion tel qu'il ressort des actes et circonstances de la cause, pour lui restituer sa véritable qualification (4) ». Ce caractère exact de la convention, « il appartient aux juges du fait de le déterminer par tous moyens de preuves » d'après l'économie de l'acte (5) ; cependant la qualification que lui ont attachée les parties « peut être retenue au moins comme un indice de leur volonté » (6)-(7).

Pour savoir si le contrat d'obligation à revenu variable est un contrat de société, il n'est besoin que de se rendre compte du point suivant : quels sont les éléments caractéristiques du contrat de société ? ces éléments se retrouvent-ils dans le contrat de participation aux bénéfices, et plus particulièrement dans le contrat d'obligation à revenu variable ?

La réunion de quatre conditions est essentielle à la formation d'une société : la doctrine et la jurisprudence, après de très longues controverses, semblent enfin s'être mises d'accord sur ce sujet.

A) Le contrat de société suppose la mise en commun d'une chose ou d'une somme d'argent : il faut un apport en société. C. Civ. 1832. « L'apport, écrit

.(4) Rouen, 11 mars 1908, J. Stés., 1909, 125; Tr. Com. Seine, 11 mars 1914, précité.

(5) Cass., 28 avril 1903, G. Pal., 1903, II, 15

(6) Paris, 28 mars 1903, G. Pal., 1903, I, 650.

(7) BAUDRY et WAHL, nos 693-964.

Remarquons ici, avec RIPERT, n° 1 et n° 5 n. I, et avec l'auteur de la note au D. 1903, II, 425, que la qualification de « société » très souvent employée par les tribunaux (et par quelques auteurs) se trouve être erronée dans la plupart des cas, et que c'est « d'association en participation » qu'il conviendrait de parler, étant donnée l'absence de toute publicité. Quant à notre sujet, il suffisait de signaler la question, sans lui attribuer plus d'importance, cette clandestinité n'étant guère compatible avec les obligations à revenu variable.

M. GUERARD (1), on le rencontre dans le prêt comme dans la société ». Moins catégorique, M. RIPERT (2) semble conclure qu'à tout le moins cet élément ne peut fournir le critérium permettant de distinguer les deux contrats. Il est vrai que la notion d'apport s'est singulièrement élargie, du jour où la jurisprudence, soutenue par la majorité de la doctrine, a reconnu la validité de l'apport de la jouissance d'une somme d'argent. L'analogie est très prononcée entre la situation de l'apporteur de capitaux en jouissance, qui pourra, lors de la liquidation sociale, reprendre son apport, — et celle du capitaliste prêteur qui avance à la société une somme d'argent, ou se trouve avec elle dans le rapport juridique de compte-courant ; si bien que, d'après certains auteurs (3), il y aurait lieu de redouter une confusion entre les deux opérations. Ne reconnaît-on pas couramment que c'est à titre de créancier que l'apporteur de la jouissance d'un capital pourra exiger la restitution de sa mise ? à titre de créancier personnel des associés pris individuellement cependant, et non à titre de créancier social, car, « s'il lui est loisible de stipuler que son apport, réputé mis dans la société pour la jouissance seulement, lui sera restitué préalablement à tout partage », (4), s'il peut même convenir que des garanties seront affectées à cette restitution (5), il ne peut être question pour lui de venir à la liquidation en concurrence avec les créanciers sociaux tels qu'un simple bailleur de

(1) GUERARD, « Les obligations à intérêts variables » Rev. Stés., 1922, 141 et ss.

(2) *Loco citato*, p. 58.

(3) THALLER, note au D. 1907, II, 26.

(4) Cass., 7 juillet 1898, en sous-note au D. 1907, II, 27.

(5) Cass., 1^{er} février 1921, S. 1922, I, 166.

fonds (1). C'est là une première différence entre les deux situations.

De plus, à bien considérer le texte de l'art. 1832 C. Civ., et mieux encore si l'on s'en réfère à l'intention indubitable du législateur et à l'opinion unanime de tous les commentateurs de cette règle, il apparaît très clairement que, pour remplir les conditions exigées, il ne suffit pas d'un prêt, d'une avance à la société : il faut une véritable mise en commun de l'apport, cette mise en commun permettant seule la formation d'un patrimoine social indépendant des patrimoines particuliers des associés. Or la traduction de ce patrimoine social, c'est le capital social ; et tout le monde s'accorde à dire que les obligations ne font pas partie du capital social, mais constituent un compte débiteur à part (2), auquel on peut, si l'on veut, donner le nom de capital-obligations.

Il n'y a donc pas de mise en commun de la part de l'obligataire, fût-il porteur d'un titre à revenu variable ; au contraire le capital apporté pour la jouissance seulement « se fond dans l'actif de la société », et « est compris dans le capital social » (3),

Aussi sommes-nous disposés à nous ranger à l'avis de M. SCHWARTZ, disant, à propos de prêt avec participation aux bénéfices : « Il n'y a pas de société, parce qu'il n'y a pas de mise en commun, il n'y a pas de véritable apport de la part du bailleur » (4).

C'est également l'opinion de THALLER : « S'il y avait so-

(1) Amiens, 26 mai 1906, D. 1907, II, 25 et S. 1909, II, 9.

(2) BATARDON, *op. cit.*, p. 700.

(3) Cass., 21 avril 1915, en sous-note au S. 1922, I, 166.

(4) Note dans la Revue des Sociétés, 1902, 387.

ciété, il y aurait à déterminer l'apport nouveau, qui viendrait en augmentation d'un premier fond social ; il faudrait prendre une délibération en assemblée générale d'actionnaires et publier cette augmentation de capital social. Si ceci ne se présente pas, c'est que la pensée d'imprimer aux anciennes obligations le caractère d'actions était absente du concordat » (1). Ceci, dit à l'occasion d'une décision de jurisprudence relative à des obligations à coupon variable, peut sans contredit être étendu aux obligations à intérêt extensible (2).

B) La participation de tous les associés aux bénéfices réalisés est une autre condition essentielle à la formation du contrat de société. C. Civ. 1832, 1855. — Mais inversement toute participation aux bénéfices implique-t-elle la qualité d'associé ?

La réponse négative n'est pas douteuse quant à l'ouvrier participant aux bénéfices de la société qui l'occupe (3) ; de même au cas d'assurance sur la vie, lorsque la Compagnie promet à ses assurés de les faire participer à ses bénéfices au bout d'un laps de temps fixé (4) ; de même encore dans le contrat d'édition, lorsque l'éditeur se réserve une participation calculée au prorata de la vente.

Mais qu'en est-il pour le prêt ?

La Cour de Cassation avait tranché la question dans le

(1) Note au D. 1897, I, 114.

(2) Cf. aussi VAVASSEUR, n° 547 bis.

(3) LESCOT : La participation ouvrière aux bénéfices, p. 68 ; SAVOYE, La participation aux bénéfices, p. 101. Cf. C. Com. Italien, art. 86 ; C. Com. Roumain, art. 97.

(4) THALLER, Traité, n° 483.

sens affirmatif par un arrêt du 18 mai 1896 (1) : « Attendu qu'on ne saurait considérer ce dernier avantage (pourcentage sur les ventes effectuées ; il en serait de même au cas d'une participation directe dans les bénéfices) comme ayant formé, par addition à 5 % d'intérêts stipulés dans l'acte, la rémunération d'avances d'argent dont le loyer, quoique affranchi de toute limite de taux en matière de commerce par la loi du 12 janvier 1886, ne peut consister en d'autres prestations que celle d'un tant pour cent du capital prêté ». Dire que le loyer de l'argent prêté ne peut être que d'un tant pour cent du capital avancé, c'était supprimer la licéité de tout prêt avec participation aux bénéfices.

L'arrêt ainsi motivé souleva les protestations générales de toute la doctrine : il venait en opposition avec toute la jurisprudence établie ; pareille théorie ne fut jamais reprise.

La vérité, en l'occurrence, semble plutôt être conforme aux termes d'un arrêt de la Cour de Cassation en date du 8 janvier 1872 (2). « Attendu que si la participation éventuelle aux bénéfices d'une entreprise est de l'essence de la société, en ce sens que sans cette participation il n'y a pas de société possible, il ne résulte nullement de là que toute convention par laquelle un des contractants s'engage à fournir un capital pour l'exploitation d'un commerce ou d'une industrie, constitue nécessairement, et quelle qu'ait été l'intention des parties, une société en commandite, dès qu'elle contient au profit du bailleur la stipulation d'une part dans les bénéfices à réaliser » (3).

(1) Cass., 18 mai 1896, D. 1897, I, 249.

(2) Cass., 8 janvier 1872, D. 1872, I, 194

(3) Cass., 3 mars 1903, D. 1904, I, 257 : « Attendu que cette stipulation

« Attendu, dit la Cour de Grenoble, que la stipulation donnant droit outre les intérêts, à une part des bénéfices annuels n'exclut pas la pensée d'un prêt, qu'elle constitue... soit un accroissement d'intérêts ayant un caractère aléatoire » (1).

Les conclusions de la jurisprudence sont reprises par la doctrine : les termes de l'arrêt de la Cour de Cassation du 8 janvier 1872 sont, pour ainsi dire, calqués sur ceux qu'employait M. le Conseiller RAU, rapporteur de cette affaire (2). D'après M. BONFILS (3), « la participation aux bénéfices n'implique pas par elle seule et nécessairement l'existence d'un contrat de société : elle peut être dans un contrat de prêt une des formes de rémunération du capital prêté » ; et même « un prêteur peut n'avoir que le droit de prendre une part dans les bénéfices, de telle sorte que dans les années mauvaises, il ne touche aucun revenu sur son capital ». THALLER est du même avis : la redevance à servir au capitaliste prêteur « peut consister, non dans un intérêt fixe, mais dans un partage de bénéfices espérés », ou bien encore le capitaliste cumulera « une redevance ferme calculée sur un taux déterminé, et un tantième sur les bénéfices » (4) (5).

d'un partage de bénéfices espérés n'implique pas nécessairement que le bailleur de fonds devient un associé ». Cass., 3 mars 1926, Rev. Stés., 1926, 228 ; Toulouse, 15 juin 1910, Rev. Stés., 1912, 57 ; Bordeaux, 3 juillet 1860 S. 1861, II, 190.

(1) Grenoble, 20 janvier 1870, D. 1871, II, 76.

(2) D. 1873, I, 194.

(3) Rev. Crit. 1895, 548.

(4) Notes au D. 1904, I, 257 et 1907, II, 25.

(5) Cf. : BAUDRY et WAHL, n^{os} 693 et 693 bis ; LYON-CAEN ET RENAULT, n^o 63 ; HOUPIN, n^o 486 ; ROUSSEAU, n^o 3872 ; COPPER-ROYER, II, n^o 507 ; VAYASSEUR, n^o 548 bis, etc. Cf. encore loi anglaise de 1886 (28 et 29 Victoria, Ch. 86).

Rien en effet ne s'oppose à ce que la rémunération d'un prêt, au lieu d'être d'un taux fixe et invariable, soit en tout ou en partie proportionnelle aux chiffres des bénéfices acquis ou à tout autre facteur du même genre.

Nous pouvons donc poser en principe que, si la participation aux bénéfices est un élément essentiel du contrat de société, elle n'en est pas un élément caractéristique, distinctif. Il nous faut chercher ailleurs un critère de discrimination.

C) Ce critère, on crut longtemps l'avoir trouvé dans **la participation aux pertes, troisième élément nécessaire de la société d'après les art. 1832 et 1855 C. Civ.** — Le contrat envisagé comporte-t-il, de la part de celui qui fait l'avance d'une somme d'argent, participation aux pertes : il y a société ; en est-il au contraire exempt, il y a prêt.

Cette thèse soutenue par plusieurs auteurs fut pendant longtemps adoptée par la jurisprudence (1).

Mais une double remarque est ici nécessaire.

C'est d'abord que, dans le cas présent bien plus que partout ailleurs, les juges ne devront pas se contenter, pour établir leur conviction, des qualifications employées par les parties, et qu'ils devront rechercher l'intention réelle des parties sous le voile des termes par lesquels elles l'ont exprimée. Le procédé qui consiste à s'exonérer des pertes est, en effet, fréquemment utilisé par des contractants qui voudraient dissimuler le caractère social de l'acte qu'ils passent (2).

L'autre inconvénient du critérium proposé est que sou-

(1) Voir les références de doctrine et de jurisprudence citées par BAUDRY et WAHL, n° 693.

(2) HEMARD, Nullités de Sociétés et Sociétés de fait, n° 122

vent il est inapplicable, supposant résolue la difficulté qui fait l'objet du litige. Dans bien des espèces, il s'agit précisément de savoir si le bailleur de fonds doit participer aux pertes subies par l'entreprise, dont il est alors considéré comme l'associé ; ou si, n'ayant pas à contribuer aux risques, il en demeure le créancier.

Dangereux en certains cas, ce critérium était radicalement inapplicable dans beaucoup d'autres : l'élaboration par la jurisprudence d'une nouvelle théorie acheva de ruiner cette construction déjà ébranlée.

Par une série d'arrêts, timidement d'abord, puis d'une manière de plus en plus affirmative, la Cour de Cassation, sous l'impulsion impérieuse de la pratique, élabore une nouvelle théorie : celle de la participation aux pertes de l'entreprise par la non-rétribution du capital engagé. Et c'est encore à l'occasion de l'apport de la jouissance d'un capital (cette forme d'apport dont nous avons plus haut signalé la grande ressemblance avec le prêt), qu'apparaît cette nouvelle conception. Le capital apporté seulement pour la jouissance sera, avons-nous vu, repris dans son intégralité par l'apporteur, quand bien même ce dernier devrait, au cas d'insuffisance de l'actif, se retourner contre les patrimoines des associés ; il est évident que cette mise ne supporte pas, quant à son capital du moins, les pertes subies par la société : tout au plus est-elle affectée quant à son revenu, qui peut se trouver inférieur aux plus justes prévisions ou même faire complètement défaut. Faut-il conclure de là à l'illégalité de cet apport, pour absence d'une condition exigée par les art. 1832 et 1855 C. Civ. ? On s'accorde cependant à admettre que, dans l'hypothèse de l'apport de la jouissance d'un immeuble, d'un corps certain, il est satisfait aux exigences du Code. Y a-t-il lieu

d'être plus sévère lorsqu'il s'agit de la jouissance d'une somme d'argent ou de choses consommables par le premier usage ? D'aucuns l'ont pensé (1) : une Cour d'appel a rendu un arrêt en ce sens : la non-rétribution du capital engagé « n'est pas une perte, mais un simple manque à gagner ; c'est un *lucrum cessans* et non un *damnum emergens* ». Et cependant les mêmes auteurs admettent qu'il y a perte suffisamment caractérisée, s'il s'agit d'un apport en industrie.

Quoi qu'il en soit, nous croyons qu'il convient d'admettre avec la majorité de la doctrine et de la jurisprudence (2), l'opinion contraire : et de même que l'apporteur de la jouissance d'un capital participe aux pertes par cela seul « qu'il est exposé à ne rien retirer de l'intérêt de ses fonds », l'obligataire à revenu variable qui est exposé à perdre en l'absence de bénéfices tout ou partie de l'intérêt qu'il escomptait, participe en une certaine manière aux pertes de l'entreprise dans laquelle il a engagé ses fonds.

Pas plus que l'existence ou l'absence d'une participation aux bénéfices, l'existence ou l'absence d'une participation aux pertes ne nous permet de distinguer d'une façon certaine le contrat de société du contrat de prêt, car ces deux éléments constitutifs de la société se retrouvent dans

(1) HEMARD, n° 122, note 6 ; THALLER et PIC, n° 47 ; BONFILS, *Revue Critique de Législation et de Jurisprudence*, 1895, p. 546.

Amiens, 26 mai 1906, D. 1907, II, 25 et note THALLER ; S. 1909 et note.

(2) RIPERT, GUERARD, *locis citatis* ; BAUDRY et WAHL, n° 279 ; HOUPIIN, n° 76 ; LYON-CAEN et RENAUT, II, n°s 27 et 28 ; ARTHUYS, n° 65.

Cass. 2 avril 1880, en sous-note au D. 1907, II, 25 ; Cass. 20 décembre 1893, D. 1894, I, 224 ; Cass. 1^{er} février 1921, *Rev. Stés.*, 1921, 18 et note.

VALERY, *Revue Générale de Droit*, 1906, « Les actions de jouissance ».

d'autres contrats. Quant au critère que nous avons cru pouvoir relever, suivant que le bailleur de fonds a mis en commun son apport ou qu'il a simplement avancé une somme, nous ne nous dissimulons pas que, quelle que soit sa valeur en certains cas, il ne saurait suffire : soit que ce point même fasse précisément l'objet du litige (une partie prétendant qu'il y a lieu d'intégrer la somme dans le capital social, et l'autre partie soutenant qu'il n'en peut être question), soit que l'intention des contractants soit demeurée insuffisamment nette à cet égard, ou que pour les raisons déjà indiquées les termes employés paraissent sujets à caution.

Aucun des éléments proprement juridiques nécessaires à la formation du pacte social n'étant en soi assez caractéristique de ce contrat pour qu'il soit possible d'en faire la base du critérium recherché, force nous est donc d'en revenir à l'élément psychologique, c'est-à-dire à l'intention des parties, que nous étudierons cette fois sous un aspect nouveau : en considération de ses conséquences économiques.

D) Un quatrième élément constitutif du pacte de société est que les parties sont animées de l'« Affectio Societatis ». — Qu'est-ce exactement que *l'affectio societatis* ? Faut-il y voir simplement la volonté des parties de créer une société, d'être unies par le lien social ? A l'examen, ce sens primitif de l'expression ne peut prévaloir : une société dans laquelle cet élément ferait défaut serait nulle pour absence de consentement relativement à la nature du contrat, ou pour absence de cause ; l'opération pourrait être valable au titre d'un autre contrat (peut-être comme prêt), jamais ce ne serait une société.

Une autre conception a été proposée, qui fait de cet élément quelque chose de moins précis, de plus complexe : quelque chose qui, pour une bonne part, est déterminé par l'économie du contrat et l'exécution qu'il reçoit. Ajoutons qu'à cette théorie s'est ralliée la majorité de la doctrine.

L'*affectio societatis* est un prisme qui déforme, un verre teinté qui colore toute l'institution sociale, et nous la fait apparaître sous un jour quelque peu différent peut-être de la stricte réalité. Si aux trois autres éléments se superpose cet élément psychologique, l'image qui apparaîtra sera celle d'une société. C'est le corps catalyseur qui, par sa seule présence, permet aux autres éléments de se combiner de manière telle que le produit soit une société. L'*affectio societatis* demeure-t-elle au contraire absente, la réaction nécessaire à la formation de la société ne peut se produire.

Seulement, s'il est admis que la présence de cette *affectio societatis* est indubitablement nécessaire, comment se trahira-t-elle ? Par quoi saura-t-on que l'*affectio societatis* a présidé à la formation de tel contrat, et non pas de tel autre ? Par les conséquences d'ordre économique prévues dans l'acte, et par le mode d'exécution pratique du contrat.

Entre associés on rencontre, en effet, une coopération économique, « une collaboration active en vue de réaliser le but commun qui est d'obtenir des bénéfices ». Cette collaboration active et consciente en vue du but commun, cette coopération égalitaire en ce sens que chacun possède, en nature du moins sinon en taux, en qualité sinon en quantité, les mêmes droits et la même responsabilité : cette volonté commune à tous : voilà l'*affectio societatis*.

Sans doute n'existe-t-elle pas au même degré dans tous les types de sociétés : elle apparaît en pleine lumière dans la société en nom collectif où l'*intuitus personae* est prédominant ; elle est déjà moins apparente dans la commandite par intérêts, plus effacée encore dans les sociétés par actions. Mais au fond elle n'est jamais absente.

« L'intention de collaborer sur un pied d'égalité au moins relative à l'œuvre commune se manifeste par l'exercice des pouvoirs de contrôle de surveillance et de conseil (1) » ; « elle se révèle par les clauses relatives au contrôle des opérations et au droit de délibérer sur celles-ci (2) » ; « au droit de participer à la gestion ou d'exercer une surveillance ou un contrôle par les livres et les inventaires (3) ». « Le rapport issu du contrat de société avec la collaboration qui en résulte, implique, écrit THALLER (4), une ingérence, un contrôle étroit, une faculté de critique dans la manière dont s'accompliront les affaires sociales. »

L'*affectio societatis* emporte pour quiconque en est animé, le droit de prendre une part active à l'administration de la société.

Ces prérogatives des associés sont-elles aussi la part du simple prêteur ? Assurément non. Nous verrons (5) qu'il convient de réserver à l'obligataire à revenu variable un certain droit de contrôle sur la détermination des bénéfices dans le bilan ; nous nous efforcerons même de justifier la tendance actuelle qui veut qu'on lui accorde un

(1) THALLER et PIC, I, n° 65.

(2) LYON-CAEN et RENAULT, II, n° 62.

(3) ARTHUYS, I, n° 87.

(4) THALLER, note au D. 1904, I, 257. Cf. RIPERT, n° 17 et ss.

(5) Voir Titre II, chapitre III et IV.

« droit de regard » sur la marche des affaires. Jamais il ne sera question de lui reconnaître la faculté de prendre une part active dans la direction générale de l'entreprise, parce que ne pèse pas sur lui la responsabilité qu'implique nécessairement tout pouvoir d'administration de la chose sociale. Ce droit de contrôle des bénéfices, ce « droit de regard » général s'expliquent en effet par cette faculté que possède tout créancier de surveiller l'exécution de la convention et de sauvegarder sa créance. C'est quelque chose d'essentiellement différent de l'*affectio societatis*.

Cette théorie de l'*affectio societatis*, critérium économique impliquant pour l'associé droit de collaborer à la gestion des affaires sociales, se heurte à une objection : la logique voudrait alors que le commanditaire ne fut pas considéré comme un associé, puisque tout droit d'immixtion dans la direction sociale lui est formellement retiré par l'art. 27 C. Com. Or c'est une règle universellement avérée que le commanditaire est un associé.

La réponse à l'objection se trouve dans le motif de cette défense d'immixtion : le commanditaire, étant un associé, devrait en principe pouvoir participer à la gestion sociale ; mais la restriction en question lui est imposée dans l'intérêt des tiers et dans l'intérêt des commandités : si le commanditaire jouissait des mêmes pouvoirs de direction que le commandité, il devrait encourir la même responsabilité indéfinie, ce qui est contraire au droit positif français : les tiers pourraient donc être induits en erreur à ce sujet, et accorder à la société un crédit plus grand, qui ne saurait être justifié que par la responsabilité entière du commanditaire ; et, d'autre part, les commandités risqueraient de voir leur responsabilité engagée par des mesures décidées par les

commanditaires, qui eux-mêmes n'encourraient du fait de ces mesures hasardeuses qu'une responsabilité limitée. D'où l'interdiction pour le commanditaire de prendre part à la gestion de l'entreprise, à peine de se voir considérer comme un commandité indéfiniment tenu des dettes sociales. En supprimant le droit d'immixtion pour le commanditaire, on établit une distinction catégorique entre les deux sortes d'associés, rendant impossible l'erreur à éviter. Pareil danger n'est pas à redouter dans les sociétés anonymes, où tous les associés ont la même responsabilité limitée à leur apport.

Si donc le contrat envisagé ne contient pas la manifestation de la part du bailleur de fonds « d'une volonté commune de collaboration active en vue d'un même but, se traduisant par l'économie de l'acte et son exécution, plus particulièrement par l'octroi d'un pouvoir social d'immixtion dans l'administration de l'entreprise et de contrôle de la marche des affaires sociales », il ne peut y avoir pacte social, mais seulement contrat de prêt.

Le contrat d'obligation à revenu variable, n'impliquant pas pour le porteur cet élément d'*affectio societatis*, ne saurait donc être un contrat de société.

La jurisprudence, qui la première avait eu l'idée de ce critérium économique ou du moins s'était rendu compte de l'intérêt que pouvait offrir pour les juges chargés de trancher ces sortes de procès, l'aspect économique du contrat, fait de ce critère une application constante et conforme à l'opinion de la doctrine (1).

« (1) Attendu que si toutes ces stipulations prouvent déjà l'association, l'exécution de l'acte la démontre plus péremptoirement encore » Grenoble, 18 mars 1887, D. 1888, II, 305 ; — « Attendu que X ne figure pas seulement dans le traité comme prêteur, mais qu'il y prend le rôle d'un

Etre chargé de la comptabilité de l'entreprise, exiger que son approbation devra être obtenue pour tout achat de marchandises ou tout paiement à effectuer, et tous autres modes directs ou indirects d'intrusion dans la marche des affaires sociales, pourront être relevés par les juges du fond, et servir à étayer leur conviction qu'il y a bien en l'espèce contrat de société. La correspondance entre les parties contractantes pourra être également un puissant argument à charge ou à décharge.

Tout ceci est avant tout une question de fait, livrée à la libre interprétation des juges du fond.

Mais il convient de bien remarquer que le droit pour le créancier d'émettre des avis ou des conseils, ou même le droit d'exercer une surveillance sur la gestion dans les limites que nous avons posées, sans prendre aucune part active dans la direction, n'est pas constitutif de l'élément d'*affectio societatis*, et donc n'implique pas nécessairement la présence d'un lien social (1).

L'*affectio societatis* pourra d'ailleurs se manifester autrement que par les pouvoirs de contrôle et d'immix-

associé ». Cass., 28 avril 1903, *G. Pal.*, 1903, II, 15 ; « Attendu que l'économie de l'acte et l'exécution montrent la volonté de s'associer », Vervins, 31 juillet 1902, D. 1903, II, 426 Cass., 3 mars 1903, D. 1904, II, 257 ; — « Attendu que la collaboration commune, incessante, est une des clauses substantielles du contrat de société et indique la volonté de s'associer »

Com. Seine, 11 mars 1914, J. Stés., 1915, 202.

Cf. encore : Cass., 3 août 1875, D. 1876, I, 81 ; Rouen, 11 mars 1908, J. Stés., 1909, 125.

A *contrario* : Paris, 21 mars 1914, J. Stés., 1915, 35 ; Cass., 2 mars 1926, Rev. Stés., 1926, 228.

(1) Paris, 12 février 1927, *Semaine Juridique*, 1927, n° 11, p. 363 : « Considérant que l'on conçoit, sans qu'il soit nécessaire de faire intervenir la notion de Société, qu'un simple prêteur se réserve le droit de surveiller la comptabilité et la gestion de l'emprunteur quand l'intérêt dépend des résultats de l'exploitation ».

tion : elle suppose en effet une communauté complète d'intérêts. Si cette communauté d'intérêts n'existe pas, il ne peut y avoir *affectio societatis*, ni par conséquent contrat de société. Or, dans un cas tout au moins, l'intérêt de l'obligataire ne se confond pas avec celui de l'actionnaire : à la liquidation, si l'actif social est insuffisant à éteindre le passif, les obligataires s'adresseront, pour obtenir leur remboursement, aux actionnaires jusqu'à concurrence de la mise de ceux-ci, ces derniers ne pouvant recevoir aucune répartition avant entier désintéressement des obligataires. Les obligataires, en conséquence, ne sont pas des associés mais bien des créanciers sociaux. (1)

(1) Voir dans la Rev. Tr. D. Civ. 1925, 761 la théorie particulière de HAMEL sur l'*affectio societatis*, et les conclusions qu'il en tire relativement aux obligations à revenu variable (conclusions inacceptables, à notre avis : les obligataires à revenu variable ne sont pas des associés, pas même des demi-associés).

CHAPITRE II

LE CONTRAT D'OBLIGATION A REVENU VARIABLE EST UN CONTRAT DE PRÊT

Le contrat d'obligation à revenu variable n'est pas un contrat de société. Dans quelle catégorie de contrat peut-on alors le faire rentrer ?

Le contrat d'obligation représente, a-t-on dit parfois, une vente de créances sur la société; ou une participation à une société faisant un prêt global à l'entreprise qui cherche à se procurer des fonds. Ces conceptions sont depuis longtemps abandonnées (1).

Il reste que le contrat d'obligation à revenu variable s'analyse en un prêt, renfermant sans doute diverses modalités quelque peu spéciales, mais qui ne suffisent pas à lui enlever son caractère spécifique. Parmi les éléments caractéristiques de ce contrat, aucun ne s'oppose à ce qu'on le range sous l'étiquette de prêt. Ce n'est pas la variabilité de l'intérêt qui empêche une telle classification, car il n'est pas douteux que l'intérêt d'un prêt puisse être variable. Ce n'est pas davantage le fait que tout ou partie de l'intérêt est en réalité constitué par une participation aux bénéfices de l'entreprise débitrice.

(1) Sur la critique de ces théories, voir LEVY-ULLMANN, Tr. des Obligations à primes et à lots.

Ce n'est pas non plus le droit de contrôle de l'obligataire sur la détermination du montant des bénéfices, il est assez naturel et en tout cas nullement incompatible avec la notion de prêt (1) ; ni même le droit de regard de l'obligataire sur la marche générale de l'entreprise, puisqu'il ne s'agit nullement d'un droit pour l'obligataire de prendre part à l'administration des affaires sociales, mais d'un droit à obtenir tous renseignements utiles à la protection efficace de sa créance contre des abus de la part des actionnaires ; une telle précaution se comprend fort bien dans l'hypothèse d'un prêt industriel à long terme.

Il semble, par conséquent, que ce contrat d'obligation à revenu variable, soit, de sa nature, un véritable contrat de prêt ; et que les relations de droit existant entre le capitaliste porteur d'une obligation et la société émettrice de l'emprunt doivent être soumises aux règles qui régissent les rapports entre prêteurs et emprunteurs, entre créanciers et débiteurs. La jurisprudence, cependant, ne se range pas complètement à cet avis : d'après une théorie proposée par diverses Cours d'appel et adoptée par la Cour de Cassation, elle considère que le contrat d'obligation ne correspond pas exactement au contrat de prêt, mais qu'il constitue plutôt un contrat *sui generis*, dont la nature participe à la fois du prêt et du contrat aléatoire. Ce système avait été émis à propos d'obligations remboursables par voie de tirages au sort répartis sur plusieurs années ; ce procédé d'amortissement s'étant généralisé au point que l'on ne connaît à peu près plus aujourd'hui d'emprunts obligataires remboursables en

(1) Paris, 12 février 1927, précité.

bloc à l'échéance d'un terme unique, l'idée jurisprudentielle serait donc applicable à presque toutes les obligations.

D'après cette conception, les obligations « constituent un contrat d'une nature spéciale, participant à la fois du prêt à intérêt et du contrat aléatoire : du prêt, parce qu'il y a remise d'un capital productif d'intérêts ; du contrat aléatoire, non seulement parce que l'époque du remboursement est déterminée par la voie du sort, mais encore et surtout parce que le prêt est fait à long terme, sans garanties spéciales, en vue d'une spéculation commerciale aux risques de laquelle le prêteur se trouve associé ». Cette théorie se rencontre identiquement répétée dans cinq séries d'arrêts (1), et dans une consultation de Demolombe dans l'affaire des Chemins de fer Nantais (2) ; l'opinion de la jurisprudence paraît être définitivement fixée à ce sujet.

La grande majorité des auteurs se trouvèrent d'accord pour refuser énergiquement d'accepter les conclusions de la jurisprudence ; celles-ci s'expliquent par une confusion portant sur le mot « aléatoire ». Comme le fait remarquer M. LYON-CAEN : dans le langage vulgaire, on appelle aléatoire toute opération qui comporte de gros risques,

(1) Affaire des Houillères de Fienne et d'Hardinghem : T. Civ. Boulogne, C. Douai, 24 janv. 1873. S. 1873, II, 245 ; D. 1874, II, 201.

Affaire des Mines de houille d'Unieux et FRAISSE T. Civ. Lyon, 3 avril 1873, C. Lyon, 8 août 1873. S. 1874, II, 105 ; D. 1874, II, 20.

Affaire des Thermes d'Enghien, C. Paris, 15 mai 1878, Gaz. Trib., 29 juin 1878.

Affaire des Chemins de fer des Charentes : Com. Seine, 16 juin 1879, C. Paris, 21 février 1881, Cass. 18 avril 1883. S. 1883, I, 361 ; D. 1884, I, 25.

Affaire des Chemins de fer Nantais, Com. Nantes, 26 mai 1883, C. Rennes 14 mai 1884, Cass., 6 janvier et 2 février 1887. S. 1888, I, 60.

(2) S. 1883, I, 115.

d'autant plus dangereux que le terme de remboursement est plus éloigné ; en ce sens, l'obligation participe du contrat aléatoire. Mais en droit, on ne qualifie d'aléatoire que les contrats dans lesquels c'est l'existence même de la créance qui est soumise à la réalisation ou à l'absence d'un événement incertain (par exemple le jeu, le pari, la rente viagère) (1). Ainsi un prêt n'est aléatoire qu'autant que l'accomplissement d'un événement doit avoir pour effet d'éteindre ou d'empêcher de naître la créance du prêteur en remboursement de la somme prêtée (Cf. prêt à la grosse aventure). Tel n'est pas le caractère du prêt obligataire : le droit au remboursement subsiste à tout événement ; il sera seulement retardé par le sort ou empêché en fait par l'insolvabilité du débiteur (2).

Ne pourrait-on pas dire, cependant, que le contrat d'obligation à revenu variable comprend, à côté de la convention principale de prêt, une convention aléatoire relative à l'intérêt ? Suivant que l'entreprise réalise ou non des bénéfices, naît ou non une créance d'intérêts, ou du moins la créance d'intérêts peut être sujette à augmentation. Il y a certes là un élément aléatoire. Mais cette convention aléatoire est accessoire, et ne peut comme telle déterminer le caractère de la convention principale : *Accessorium sequitur principale*.

(1) AUBRY et RAU, VI, n° 396, 4°, texte et note 32 ; PONT., Petits Contrats, I, n° 286.

(2) LYON-CAEN, note au S. 83, I, 361 ; Rev. Crit. Législ. Jurispr., 1884, p. 331.

LYON-CAEN et RENAULT, II, n° 569. LÉVY-ULLMANN, Tr. des Obligations à primes et à lots, n°s 12-13 ; 112 ; 136 et ss. LABBÉ, note au S. 83, I, 441. HOUPIIN, n° 486, note 2. ARTHUYS, n° 501. LACOUR, Ann. Dr. Com., 1889, p. 68. BAUDRY et WAHL, n° 836. Au contraire, le bon d'amortissement est aléatoire, puisque le remboursement dû est lui-même soumis à l'obtention de bénéfices

La théorie jurisprudentielle de l'obligation contrat aléatoire ne saurait donc résister à la critique. Il convient d'ailleurs de ne la prendre que pour ce qu'elle est en réalité : un expédient destiné à tourner les lois sur la limitation du taux de l'intérêt. La question présentait une réelle importance à l'époque où les arrêts précités furent rendus : en décidant que l'obligation participe de la nature du contrat aléatoire, on parvenait à écarter radicalement l'application de ces lois.

Un principe incontesté veut en effet que les lois limitatives du taux de l'intérêt ne s'appliquent pas en matière de contrats aléatoires (1). Or, en 1875-1885, on en était encore au régime très strict de la loi du 3 septembre 1807, fixant à 5 % en matière civile et 6 % en matière commerciale le taux maximum de l'intérêt conventionnel. Bon nombres d'obligations, et spécialement d'obligations de chemins de fer, jouissant de primes de remboursement souvent assez élevées, avaient donc été émises à des taux usuraires. D'autres difficultés faisaient encore ressortir les graves inconvénients d'une limitation aussi sévère. Et la jurisprudence, au lieu de faire de la règle une application très stricte et de forcer par là le législateur à introduire une réforme en cette matière, avait découvert ce moyen de tourner une loi excessive.

La raison d'être d'une théorie aussi subtile ne devait d'ailleurs pas tarder à disparaître : aujourd'hui ce n'est

(1) AUBRY et RAU, VI, n° 396, 4°. BAUDRY et WAHL, n° 831. HUC, XI, n° 193. GUILLOUARD, Tr. du Prêt, n° 154 bis. LYON-CAEN, Rev. Crit., *loco citato*.

Cass., 6 déc. 1886, S. 87, I, 312 ; Cass. 13 août 1845, D. 46, I, 35 ; Cass. 8 juillet 1851, D. 51, I, 240 et les arrêts cités p. 67, n. 1.

A contrario : Cass., 2 juin 1888 et 9 nov. 1888, S. 89 I, 393 ; Cass. 10 mars 1903, S. 1903, I, 413 ; Bordeaux, 22 nov. 1893, D. 95, II, 148.

plus qu'un souvenir. Imposée par les besoins de la pratique, la réforme législative ne s'est pas attendue. Succédant à la loi du 10 juillet 1885 (art. 38) qui rétablissait la liberté de l'intérêt conventionnel en matière de prêts hypothécaires sur les navires, une loi du 12 janvier 1886 abrogea définitivement en matière de commerce la loi de 1807 : le taux maximum de l'intérêt conventionnel, qui demeure fixé à 5 % en matière civile, devint libre pour tous les prêts d'argent à destination commerciale (c'est le cas de la plupart des emprunts obligataires). Enfin la loi du 18 avril 1918 a suspendu la limitation de l'intérêt conventionnel en matière civile « pendant la durée de la guerre et une période qui ne pourra être inférieure à 5 années à partir de la cession des hostilités. Un décret déterminera la fin de cette suspension » (1).

En règle générale, le taux de l'intérêt est aujourd'hui libre dans la presque totalité des pays étrangers (2).

Une double remarque cependant s'impose, qui se réfère au cas d'une législation consacrant un régime de limitation (remarque qui n'offre guère présentement qu'un intérêt théorique, mais qui tranche un problème qu'on ne peut laisser dans l'ombre).

C'est, d'une part, qu'il est certain que l'obligation à revenu variable sera usuraire (puisque, à proprement parler, elle ne participe pas de la nature du contrat aléatoire), chaque fois que le cumul de l'intérêt fixe et du

(1) Il y a tout lieu de supposer que ce décret ne sera jamais rendu : l'expérience a duré un siècle, on pense généralement qu'elle ne sera pas reprise. L'exemple de la loi française a été suivi, au courant des dernières années du siècle, par diverses législations étrangères, qui connaissaient jusqu'alors le régime de la limitation de l'intérêt conventionnel, et sont revenues à la liberté, (Allemagne, Autriche, etc.).

(2) AUBRY et RAU, n° 823.

super-intérêt par participation aux bénéfices rendra le taux réel du revenu effectivement obtenu, supérieur au taux maximum prévu par la loi ; ce qui sera, par exemple, nécessairement le cas toutes les fois que, l'intérêt fixe étant du maximum, il s'y ajoutera un super-intérêt si minime fût-il (1).

Mais, d'autre part, on s'accorde à reconnaître qu'il n'y a pas lieu de considérer comme usuraire l'emprunt dont le revenu, composé d'un intérêt fixe et d'une participation aux bénéfices, n'a pas en fait dépassé le taux légal (2).

C'est ainsi que la jurisprudence a pu reconnaître la validité d'un emprunt obligataire à revenu variable, dont la destination semblait civile plutôt que commerciale, et qui par conséquent risquait d'être atteint par la loi de 1807 (3).

Ce jugement, rendu dans l'affaire de la **Poste électrique internationale** revêt d'ailleurs une importance toute particulière à nos yeux. C'est en effet la seule espèce dans laquelle se soit, jusqu'à aujourd'hui, posée directement la question de la validité de l'obligation à intérêt extensible, et le Tribunal de Commerce de la Seine résoud le problème en affirmant que l'obligation à intérêt extensible est valable en tant que prêt. D'après l'art. 14 des Statuts, « le Conseil d'administration était autorisé à émettre des obligations dites privilégiées de 100 francs chacune, donnant droit à un intérêt annuel de 4 %, et en

(1) Cass., 6 février 1905, D. 1905, I, 391.

(2) LYON-CAEN et RENAULT, II, n° 63 *in fine*. BAUDRY et WAHL, n° 833 *in fine*. GUILLOUARD, Tr. de la Société, n° 18.

Cass., 5 décembre 1887, S. 90, I, 467 ; Cass., 10 mars 1903, S. 1903, I, 413.

(3) Com. Seine, 29 juillet 1899, J. Stés., 1900, 273.

outre à une quotité de 25 % dans la répartition des bénéfices, lesdites obligations étant remboursables au pair par voie de tirages au sort dans un délai de quinze années ». Le demandeur concluait à l'annulation de l'émission, « cette participation dans les bénéfices conférant à l'obligataire un droit semblable à celui de l'actionnaire, et établissant entre l'obligation et l'action une confusion contraire à la loi ». Mais le Tribunal « considérant qu'il n'apparaît pas que, créées dans de telles conditions, ces obligations puissent, à raison du privilège qui leur est statutairement attribué, établir une confusion avec les actions dont les prérogatives et risques sont tout différents ; et qu'aucune stipulation légale n'interdit la création de titres semblables... Par ces motifs : Déclare valable et régulière l'émission d'obligations privilégiées donnant droit à un intérêt annuel de 4 % et à une participation dans les bénéfices ». Impossibilité de confondre ces titres avec des actions, validité de l'émission de telles obligations : on ne saurait être plus net. Les obligations à intérêt extensible sont licites, et trouvent leur origine dans un véritable contrat de prêt.

Tel est également l'avis unanime de la doctrine : à vrai dire, peu d'auteurs jusqu'ici ont sérieusement étudié la question des obligations à intérêt extensible, aucun d'entre eux néanmoins n'en met en doute la validité (1).

Quant aux obligations à coupon variable, leur principe n'a pas davantage soulevé d'objections : des avis catégoriques d'auteurs, des décisions formelles de jurisprudence.

(1) THALLER, n° 322, 483, 709 ; HOUPIIN, n° 486 ; VAVASSEUR, n° 547 bis ; ROUSSEAU, Nos 3872 ; COPPER-ROYER, II, n° 507 ; GUÉRARD, Rev. Stés., 1922, p. 141 ; AUGER, Rec. Jur. Stés., 1921, p. 99, etc.

en nombre assez important, consacrent de façon définitive la validité de la formule sous l'étiquette de prêt (1). La réalisation pratique de ces obligations, il est vrai, n'a pas été sans donner lieu à quelques difficultés doctrinales, dont nous nous occuperons plus tard : mais les points litigieux n'intéressent en rien ni la nature, ni la validité de principe de la formule.

S'ajoutant à l'argument principal de la nature des rapports entre les obligataires à revenu variable et la société débitrice, d'autres facteurs sont en faveur de la théorie du prêt, et même ne peuvent se justifier qu'en fonction de cette théorie. Leurs titres une fois amortis par un procédé quelconque, les porteurs d'obligations à revenu variable sont complètement et définitivement désintéressés, et ne conservent plus aucune relation avec la société : s'ils étaient des actionnaires, et non des créanciers, ils conserveraient une action de jouissance ou tout au moins une vocation éventuelle à la répartition de l'actif après liquidation. (Le traitement analogue subi en pareille hypothèse de remboursement par le porteur de part de fondateur tient à ce qu'il n'est jamais considéré comme un associé dans toute la force du terme).

Enfin les obligations à intérêt extensible et les obligations à coupon variable peuvent être munies, et sont en fait

(1) THALLER : Note sous Cass. 5 nov. 1895, D. 95, I, 114 ; THALLER et PIC, III, n° 1668 ; THALLER, n° 2206 ; THALLER et PERCEROU, Faillites, II, n° 1685-1712 ; HOUPIN, n° 486 ; ROUSSEAU, n° 3872 ; DECUGIS, n° 401, 499 ; LECOUTURIER, J. Stés., 1903, p. 408 ; ESCARRA, n° 106 ; REYNAUD, *passim*.

Aff. Chemins de fer Argentins : Cass., 5 nov. 1895, D. 95, I, 113.

Aff. Chemins de fer Beyrouth-Damas-Hauran : Com. Seine, 22 avril 1901 ; J. Faill., 1901, 504., Ann. D. Com., 1902, 262. Paris, 6 janv. 1905, G. Pal. 1905, I, 499.

souvent munies, de garanties hypothécaires (1) : or seule une créance peut être affectée d'un gage hypothécaire.

Le contrat d'obligation à revenu variable constitue donc un véritable contrat de prêt, compliqué, quant à l'intérêt, de diverses modalités particulières, telles que la participation aux bénéfices avec ses conséquences relatives au droit de surveillance de la gestion sociale, et au caractère non-aléatoire mais peut-être usuraire de l'intérêt.

(1) Paris 21 mars 1914, J. Stés., 1915, 35 ; Paris, 28 mars 1903, G. Pal. 1903,650 ; Bordeaux, 20 janvier 1902, Rev. Stés., 1902,387, etc. et divers exemples cités dans la 1^{re} partie.

TITRE DEUXIÈME

LES DROITS DES OBLIGATAIRES GROUPÉS EN UNE MASSE CRÉANCIÈRE

C'est un principe communément reconnu aujourd'hui, que chaque obligataire est individuellement créancier de la société emprunteuse ; son droit a pris naissance dans le contrat particulier de souscription qu'il a personnellement passé avec le banquier chargé du placement des titres dans le public, ou dans l'acte qui lui a transféré la propriété d'un titre souscrit par un tiers.

De la part de l'établissement émetteur, il y a sans doute une pollicitation générale, sorte d'avant-contrat global, ayant pour but de préciser les conditions auxquelles l'emprunt sera offert au public ; mais le contrat par lequel chaque capitaliste adhère aux conditions proposées et noue des relations avec la société, constitue un contrat individuel.

On a soutenu (1), il est vrai, que l'obligataire qui souscrit un certain nombre de coupures de l'emprunt n'agit pas individuellement, et que son acte est déterminé par la certitude que d'autres suivront son exemple, « qu'il s'associe donc positivement avec d'autres pour constituer à

(1) THALLER, Ann. Dr. Comm., 1894, p. 65 et ss.

eux tous les ressources nécessaires au succès de l'émission, moyennant quoi ils deviendront à eux tous les contreparties de la société qui leur emprunte ; qu'il y a en effet possibilité de voir entre les obligataires d'une même émission des ayants-droit ligués et en quelque sorte confédérés ensemble pour un même but, qui est bien celui de la société licite ; qu'il y a moyen d'établir des uns aux autres un rapport qui ne diffère pas de celui existant entre les actionnaires d'une société anonyme » ; que les parties au contrat d'obligation sont représentées par « un dualisme d'entreprises collectives, dont l'une emprunte les fonds, tandis que l'autre les prête » ; de sorte que, « au total, les individus dénommés obligataires ne sont pas autre chose que les actionnaires d'une société civile et anonyme de prêt ».

Le raisonnement de l'individu qui souscrit à un emprunt obligataire n'est assurément pas le même que celui du particulier qui consent à un autre particulier un prêt ordinaire ; celui-là souscrit évidemment parce que d'autres ont souscrit ou souscriront. Mais de là à constituer entre tous les acheteurs de l'emprunt une société, la distance est grande. Non pas que la réalisation *ipso jure* d'un tel groupement (société ou autre) ne présenterait pas de très sérieux avantages, même au point de vue purement doctrinal ; néanmoins il n'apparaît pas qu'une pareille conception puisse procéder d'une analyse exacte du contrat d'obligation. La preuve en est que, au cas d'instance judiciaire, toutes les pièces de la procédure devront être établies, non pas au nom de la communauté des obligataires, mais au nom de chaque obligataire en particulier. D'autre part, ce n'est pas la communauté des obligataires, considérée comme une personne morale, qui recevra la somme

destinée au service des intérêts ; ce n'est pas la communauté des obligataires qui recevra la somme destinée à l'amortissement des titres remboursables que désignera le sort. C'est chaque obligataire, individuellement considéré, qui touchera l'intérêt de son titre ; ce sont un certain nombre d'obligataires, individuellement désignés par la voie du sort, qui se verront rembourser le capital de leur titre sorti au tirage.

Sans doute, dans ses écritures de comptabilité, la société, par manière de simplification, considère toujours « l'emprunt obligataire » ; mais cette pratique, si elle s'impose au point de vue économique, est critiquable au point de vue juridique.

Le contrat qui engendre les relations entre l'obligataire et la société émettrice reste un contrat individuel, et ne rend pas *ipso jure* le souscripteur membre d'une société des porteurs de coupures de cet emprunt (1)(2). Si bien que, dans une interprétation juridique très stricte, il convient de dire que les divers obligataires d'un même emprunt, qui sont chacun titulaires des mêmes droits, n'ont pas ensemble de droits communs, en ce sens que les droits

(1) Le contrat d'obligation est comparable au contrat de vente avec pollicitation (vente à l'étalage, par exemple). Il y a un avant-contrat général dans l'acte de la librairie qui offre au public un ouvrage à un prix déterminé, et la contre-partie à cet avant-contrat est représentée par l'universalité des acheteurs éventuels aux conditions précisées ; cependant l'achat de l'ouvrage constitue un contrat particulier entre un acheteur et la librairie. Il ne saurait être question d'une société à laquelle on participe par cela seul que l'on a fait l'acquisition de l'ouvrage.

Il en est de même au cas du contrat d'obligation : un avant-contrat général d'émission et divers contrats particuliers de souscription.

La théorie proposée par THALLER est, au reste, complètement abandonnée. Cf. THALLER et PERCEROU, Manuel, N° 713.

(2) DOLBEAU, Rapport à la Société d'Etudes Législatives, Bulletin 1926, N° 1, p. 181.

réservés aux porteurs des titres ne constituent pas l'apage, le patrimoine de la communauté des obligataires.

Cependant, tous les obligataires d'un même emprunt, par l'effet des contrats individuels qu'ils ont passés, possèdent les mêmes droits. Ils ont donc les mêmes intérêts, relativement à leurs titres et dans leurs rapports personnels avec la société. Or, par suite des circonstances, ils se trouvent, au cas de conflit avec celle-ci, ou dans l'hypothèse où elle est en proie à des difficultés pour la solution desquelles l'intervention des créanciers est nécessaire, dans l'impossibilité matérielle presque absolue d'utiliser leurs droits et de mettre en œuvre les moyens de protection qui leur ont été réservés. Leur isolement, leur inexpérience, l'importance minime des capitaux qu'ils ont investis et qui d'ordinaire ne valent pas de courir les risques d'un procès, leur impuissance, à raison du caractère « au porteur » de leurs titres, à se connaître, à échanger leurs impressions et leurs desiderata, à prendre par une délibération majoritaire des décisions communes, sont autant de raisons qui font que la société emprunteuse n'attache pas à leurs observations individuelles une grande importance.

Au contraire, conviennent-ils, sur la proposition et sous la direction de quelques-uns d'entre eux, de former un groupement, d'unir leurs connaissances, leurs moyens d'action, les intérêts qu'ils ont d'agir : ils deviennent une puissance avec laquelle la société devra compter, ils peuvent facilement mettre en mouvement l'appareil judiciaire, ils peuvent faire pression sur les administrateurs ou sur les actionnaires, à l'effet d'obtenir les renseignements qu'ils désirent sur la marche générale de l'entreprise ou sur tel point particulier qui les intéresse ; surtout, ils

peuvent se réunir en assemblées constituées où la majorité peut imposer sa loi à la minorité, il leur devient loisible de procéder à des échanges de vues, de décider d'une conduite commune à tenir, d'une exigence à opposer à la société, ou d'un sacrifice à consentir sur la demande de celle-ci. Car le groupement des obligataires peut être appelé à jouer un double rôle : tantôt défendre ses membres contre des manœuvres de la société tendant à réduire l'existence ou l'exercice de leurs droits, tantôt défendre la société et par conséquent le gage des obligataires contre les atteintes d'un mal extérieur (crise économique, concurrence, etc.), en allégeant les charges qui lui incombent.

En application de l'adage : « l'union fait la force », les obligataires d'un même emprunt vont donc s'unir en un groupement corporatif, dont la justification n'est autre que l'identité des droits et des intérêts de chacun d'entre eux. Et c'est ainsi qu'on en arrive à cette union de droits et d'intérêts, qui n'était pas réalisée dans le contrat individuel où les droits de chacun prennent leur source, mais dont les avantages sont tels qu'il a fallu la créer et l'organiser par des procédés de technique juridique.

L'intérêt de ce groupement est à ce point puissant, que, dans la presque totalité des emprunts obligataires, on rencontre une clause devenue pour ainsi dire de style, portant que « la souscription ou la possession à quelque titre que ce soit d'obligations du présent emprunt, emporte de plein droit et expressément adhésion aux statuts du groupement d'obligataires prévu ».

Quelle est la nature de ce groupement ? — quels sont les pouvoirs de ses représentants, c'est-à-dire quels droits vont-ils exercer au nom des obligataires ? Ce sont les deux questions que nous allons examiner, au moins quant à ce

qui, dans leur contenu, intéresse plus particulièrement les obligations à revenu variable. Car il convient de remarquer que l'obligataire à revenu variable, à raison des caractères particuliers de son titre, possède des raisons spéciales de suivre de très près le fonctionnement de la société, de s'intéresser plus directement aux résultats qu'elle obtient, de consentir aussi parfois les sacrifices grâce auxquels elle évitera la faillite, et, lui, le remboursement de sa créance par un dividende concordataire infime : toutes choses qu'il ne pourra efficacement mener à heureuse réalisation que par l'intermédiaire du groupement des obligataires.

CHAPITRE PREMIER

LA NATURE ET LES POUVOIRS DU GROUPEMENT DES OBLIGATAIRES

SECTION I. — La Nature du Groupement

La nécessité du groupement étant désormais reconnue, il s'agit de déterminer la catégorie juridique aux règles de laquelle il convient de le soumettre. Or la technique du droit nous offre toute une variété de procédés permettant d'atteindre de façon plus ou moins adéquate le but visé : mandat, société civile aux termes de l'art. 1832 C. Civ., association suivant la loi de 1901, syndicat ; on peut même enfin considérer le groupement des obligataires comme un groupement *sui generis*, « la masse des obligataires ».

Entre ces formules diverses, le choix qui s'impose est délicat ; la preuve en est que, grâce à la souplesse d'interprétation et à l'ingéniosité de construction dont les juristes firent preuve à cet égard, chacune des solutions proposées a reçu ou reçoit encore aujourd'hui la consécration de la pratique.

Voyons rapidement ce qu'il convient de penser de chacune d'elles (1).

(1) Nous ne nous proposons ici que de procéder à une esquisse de la question, par une critique sommaire ou une justification rapide des diverses formules proposées.

1) *Mandat, ou gestion d'affaires.* — Avant que d'en venir à l'idée d'un groupement en forme existant *ipso jure* ou par l'effet d'un contrat entre tous les porteurs de titres d'un même emprunt obligataire, on avait cherché à obtenir le résultat demandé par le procédé du mandat.

Conscients de leur impuissance à faire valoir individuellement leurs droits, les obligataires donnent à des représentants, choisis ou non parmi eux, mandat d'exercer en leur nom tous droits et actions inhérents à leurs créances. Ainsi on réalise approximativement la communauté d'intérêts qui dictera une ligne de conduite unique.

Cependant de grosses difficultés pratiques aussi bien que théoriques apparaissent : d'abord les représentants, devant être nommés dès la souscription, seront par la force même des choses proposés par la société émettrice, donc ils lui seront tout dévoués ; et ceci est un écueil qu'il faut éviter. D'autre part, le mandat, tout comme la gestion d'affaires, implique que le mandataire doit rendre compte de l'accomplissement de sa mission ; et de même au cas de conflit entre les mandataires, il faudrait en référer aux obligataires : or ceux-ci, n'étant pas groupés en une union, mais demeurant inconnus de la société et même de leurs mandataires, ne pourront pas être consultés, pas plus qu'il ne leur sera possible de révoquer le représentant qui ne se conforme pas à leurs instructions.

Il faudrait de plus supposer une renonciation de tous les obligataires et de la société à la maxime : « Nul en France ne plaide par procureur », ce qui pourrait encore être la source de nombreuses difficultés.

Pour toutes ces raisons, la théorie du mandat est aujourd'hui entièrement abandonnée.

2) *Société aux termes de l'art. 1832 C. Civ* (1). — Une série d'hypothèses doivent tout d'abord être réservées : celles où les obligataires ont fait apport en propriété de leurs titres à une société civile se constituant entre eux : ils ne sont plus alors en vérité obligataires, mais titulaires d'une part sociale de ce nouveau groupement. Qu'il y ait ici une véritable société, cela est hors de doute ; mais le cas est exceptionnel (2).

Dans un autre cas, on rencontre encore une société réellement organisée entre les souscripteurs : lorsque l'emprunt est pris ferme par un syndicat d'émission, consortium de banquiers et de financiers qui sont alors unis par un véritable lien de société : l'apport mis en commun, c'est l'ensemble des titres : le bénéfice apparaîtra dans le placement de l'emprunt parmi le public, à un taux supérieur au prix d'achat.

Prenons maintenant l'hypothèse normale.

La propriété des bons, dit une clause ordinairement insérée au prospectus d'émission des emprunts obligataires, emporte adhésion aux statuts de la Société Civile des obligataires.

(1) Bibliographie :

ESCARRA, *Traité de l'organisation des obligataires (groupement et représentation)* ; BOSVIEUX, « A propos des Sociétés civiles d'obligataires », *J. Stés.*, 1924, 257 et ss. ; MARAIS, « La limitation des pouvoirs des sociétés civiles d'obligataires », *Ann. D. Com.*, 1922, 161 ; PRUD'HOMME et MICHEL, « Les groupements d'obligataires », *Rec. Jur. Stés.*, 1921, p. 13 et 55 ; GAIN, « Les sociétés civiles d'obligataires » ; DEPUILGHAUT, *Ann. D. Com.*, 1911, 490 ; THALLER, *Ann. D. Com.*, 1894, 65 ; PASCAUD, *Rev. Stés.*, 1901, 462 ; VAVASSEUR, *Rev. Stés.*, 1901, 362 ; HAMEL, *Chronique au D. H.* 1927, N° du 28 avril.

Cf. encore les études documentaires parues au *Rec. Jur. Stés.*, 1923, 161 et ss., 192 et ss. ; 1926, p. 171 et ss. ; et de très nombreuses thèses.

(2) Seine, 20 mars 1893, *J. Stés.*, 1894, 161.

Qu'en est-il exactement de cette Société Civile des obligataires ?

On admet couramment aujourd'hui que le groupement ainsi désigné ne constitue pas une véritable société civile au sens de l'art. 1832 C. Civ.

Le contrat de société implique en effet la mise en commun d'un apport, et ce dans l'intention d'obtenir des bénéfices à partager entre les associés. Il n'apparaît pas que cette double condition soit réalisée dans le contrat qui nous occupe.

Quant à la mise en commun d'un apport : l'objet de cet apport n'est certainement pas la créance même de l'obligataire, chaque adhérent conservant la propriété exclusive et personnelle de ses titres avec la faculté d'en disposer à son gré. L'apport serait alors constitué par la mise en commun par chaque obligataire de sa portion de droit de gage ou de droit hypothécaire sur l'actif social, ou encore par les cotisations que versent les obligataires, ou même par la mise en commun de leur industrie (c'est-à-dire des services qu'ils peuvent être appelés à rendre à la communauté).

De nombreux auteurs sont d'avis que, dans de semblables conditions, l'exigence de l'art. 1832 C. Civ. n'est pas remplie (1).

Quant au bénéfice à obtenir et à partager : par quoi sera-t-il constitué ? « La force que le groupement donne à ces droits qui pris individuellement étaient faibles, l'économie de frais, la rapidité des transactions, la possibilité de remplacer le contrôle individuel souvent inefficace

(1) ESCARRA, N° 38 ; MARAIS, *Ann. Dr. Com.*, 1922, 162 ; HOUPIIN, I, N° 489 ; BOSVIEUX, *J. Stés.*, 1924, 257 et la bibliogr. indiquée p. 259, n. I.

et peu éclairé par l'action énergique d'un comité compétent, tout cela ne constitue-t-il pas des avantages sérieux, destinés à mieux assurer la perception de l'intérêt alloué sur le capital prêté et le remboursement de ce dernier ? De tels avantages assurant la perception des bénéfices ne sont-ils pas eux-mêmes de véritables bénéfices au sens de l'art. 1832 » (1).

Il faut affirmer qu'il n'en est pas ainsi. Il existe, depuis quelques années, une définition formelle de la notion de bénéfices en matière de sociétés, définition solennellement proclamée par la Cour de Cassation dans une audience de toutes les Chambres réunies ; et les bénéfices que l'on nous fait entrevoir dans le cas de la société civile d'obligataires ne répondent pas à la notion précisée par la Cour suprême. Constitue un bénéfice, dit l'arrêt du 11 mars 1914, « tout gain pécuniaire ou matériel, ajoutant à la fortune des associés » (2). Et l'annotateur au Dalloz de préciser encore : « Ne sont donc pas des bénéfices en matière de sociétés les avantages matériels, gains ou profits même appréciables en argent, tels que la réalisation d'économies, la réduction des frais ou des dépenses, la garantie ou l'atténuation des pertes ». Or tous les avantages annoncés à l'occasion de la création de la société civile d'obligataires se ramènent en fait soit au désir de réaliser des économies, soit plus souvent à la volonté d'éviter une perte. Donc pas de bénéfices, donc pas de société (3).

Au cas d'obligation à intérêt extensible, dira-t-on peut-être, il s'agit d'obtenir un super-intérêt plus fort, il y a

(1) DEPUICHAULT, *Ann. Dr. Com.*, 1911, 491.

(2) Cass., 11 mars 1914, *D.* 14, I, 257 et la note.

(3) ESCARRA, MARAIS, BOSVIEUX, PRUD'HOMME ET MICHEL. etc.

donc bien un véritable bénéfice. Non, il s'agit en réalité d'éviter une perte par restriction de ce super-intérêt ; et de même au cas d'obligation à coupon variable.

Quelle est, sur la question des sociétés civiles d'obligataires, l'opinion de la jurisprudence ? A vrai dire, on ne peut extraire de la généralité des arrêts aucune tendance nettement définie. D'abord les conditions de fait peuvent être assez différentes ; et d'autre part la jurisprudence, toujours quelque peu opportuniste par nécessité, hésite, en cette matière comme en beaucoup d'autres, entre les deux moyens qui lui sont donnés de forcer le législateur à porter une loi nouvelle tranchant le débat : tantôt elle interprète si largement la loi, ou évite son application par des constructions si hardies, qu'il est clair qu'elle se préoccupe peu de l'intention du législateur et aménage la loi en fonction des besoins nouveaux ; tantôt, par une interprétation stricte et une application draconienne, elle fait pour ainsi dire de l'obstruction, montrant par là qu'elle désire un texte nouveau.

C'est cette dernière manière que la jurisprudence semble avoir dorénavant adoptée quant aux sociétés civiles d'obligataires : témoin le fameux arrêt du *Banco el Hogar Argentino* (1), récemment renforcé par un arrêt du Tribunal de Commerce de la Seine en date du 21 avril 1926 (2), et par un arrêt de la Cour de Besançon

(1) Aff. du *Banco el Hogar Argentino*, Paris, 20 mars 1924, J. Stés., 1924, 268 :

« Considérant que ce groupement n'a de la société civile que le nom et ne peut en revendiquer ni la capacité, ni les prérogatives légales ; qu'il ne rentre en effet nullement dans la définition de l'art. 1832 qui exige comme éléments essentiels la mise en commun d'une chose et la recherche d'un bénéfice à partager ».

(2) Aff. DELAUNAY-BELLEVILLE, Com. Seine, 21 avril 1926, J. Stés.,

du 11 décembre 1926 (1), toutes décisions qui refusent au groupement des obligataires le caractère de société civile suivant l'art. 1832 C. Civ.

Un arrêt cependant du Tribunal civil de la Seine du 19 janvier 1927 admet que : « Dans les circonstances de fait de l'espèce, le groupement est valable en tant que société civile dans les termes de l'art. 1832 » (2). Il ne semble pas que cet arrêt doive être confirmé en appel.

Depuis longtemps la Cour de Cassation n'a pas eu à trancher la question ; elle cherche d'ailleurs à l'éviter. D'un arrêt du 3 décembre 1889, on peut cependant tirer une condamnation implicite : « Attendu que rien ne s'oppose à ce qu'ils s'associent ; mais que, sans avoir à rechercher si cette association présente tous les caractères d'une société civile proprement dite, ... une pareille association ne constitue en aucun cas une personne morale » (3). Or, d'après la même Cour suprême, les sociétés civiles, aux termes de l'art. 1832, possèdent la personnalité morale (4). Donc il n'y a pas en l'espèce de véritable société civile.

En résumé, il paraît qu'il ne faille pas admettre que ces sociétés civiles d'obligataires constituent de véritables sociétés. Beaucoup d'auteurs, et de nombreux arrêts,

1926, 569. « Attendu que la société civile évoquée aux statuts est inexistante. »

(1) Aff. SCHNEIDER, Besançon, 11 déc. 1926, D. H., 1927, 106. « Attendu que les sociétés civiles d'obligataires ne sont pas de véritables sociétés rentrant dans la définition de l'art. 1832 ; qu'elles n'en ont que le nom, mais ne peuvent en revendiquer les prérogatives légales ».

(2) Civ. Seine, 19 janvier 1927, D. H. 1927, 107. Aff. *C^{ie} maritime et commerciale du Pacifique*. Voir le commentaire de ces arrêts récents dans la *Rev. Stés.*, 1927.

(3) Cass., 3 déc. 1889, S. 91, I, 525. Aff. *Sté Métallurgique de Tarn-et-Garonne*.

(4) Cass., 23 fév. 1891, D. 91, I, 327.

emploient d'ailleurs cette expression, sans que par l'emploi de ce vocable ils entendent consacrer la validité des Sociétés Civiles d'Obligataires.

De même il ne faut pas voir, dans l'usage que fait le législateur de cette expression à l'art. 29 de la loi du 2 juillet 1919 instituant le règlement transactionnel, une consécration légale implicite de l'institution.

3) *Syndicat d'obligataires*. — Du fait que cette expression est assez couramment employée en pratique, et même par certains auteurs, faut-il conclure qu'il y a lieu de voir, dans le groupement qui réunit les obligataires d'un même emprunt, un véritable syndicat professionnel répondant aux conditions des lois de 1884 et de 1920 ? La capacité réservée aux syndicats serait sans doute assez large pour permettre d'atteindre au but que se propose le groupement ; l'objet en serait conforme à l'art. 3 de la loi du 21 mars 1884 : « l'étude et la défense des intérêts économiques, industriels, etc. » Mais ce même art. 3 exige d'autre part que tous les participants au syndicat exercent la même profession. Or il semble bien que l'on ne puisse considérer comme l'exercice d'une profession le fait, même répété et habituel, de souscrire des obligations (1). D'autre part, l'adhésion au groupement étant, pour ainsi dire, automatique, obligatoire par cela seul que l'on est titulaire d'une ou plusieurs coupures de l'emprunt, le principe de la liberté syndicale serait violé.

Il apparaît donc que les groupements d'obligataires ne peuvent pas être régis par les lois sur les syndicats profes-

(1) Dans l'expression courante « exercer la profession de rentier », le terme de « profession » est pris dans un sens vulgaire, et non dans son sens juridique propre.

sionnels, dont l'application n'a pu être prévue en de semblables circonstances ; et c'est au fond l'avis de la presque totalité de ceux qui usent de l'expression de « syndicats d'obligataires », prenant alors le terme, non plus dans son sens juridique propre, mais dans l'acception plus générale d'association de défense économique (1).

Le groupement des obligataires serait alors une « association syndicale », analogue à celles instituées par la loi du 21 juin 1865 entre les propriétaires de marais, ou la loi du 15 décembre 1888 entre les propriétaires de vignes menacées par le phylloxéra.

4) *Association d'obligataires.* — Puisque le groupement des obligataires ne peut être considéré comme formant une véritable société, ne constitue-t-il pas une association ?

Sous ce nom, l'art.1 de la loi du 1^{er} juillet 1901 entend « la convention par laquelle deux ou plusieurs personnes mettent en commun d'une façon permanente leurs connaissances ou leur activité, dans un but autre que de partager des bénéfices ».

Le groupement des obligataires semble bien répondre à cette notion : il y a certainement union de plusieurs personnes qui, dirigées par un intérêt commun, poursuivent un but autre que de partager des bénéfices.

Mais cette conception se heurte à une difficulté : pour que l'institution soit véritablement utile, il faut que l'association jouisse de la personnalité morale, faute de quoi la capacité du groupement n'est plus adéquate au but visé.

(1) PERCEROU, Tr. des Faillites, N° 81. Voir cependant TRASBOT, « Le règlement transactionnel », Thèse Bordeaux, 1921-1922, p. 90, note 3.

Il faut donc que l'association soit une association déclarée. Or en fait, ainsi qu'en témoignent toutes les espèces sur lesquelles la jurisprudence a eu à se prononcer, les formalités de la déclaration ne sont jamais remplies. C'est que l'on retrouverait ici les difficultés signalées *supra* à l'occasion de la théorie du mandat : ces formalités constitutives ne pourraient être faites que par la société, puisqu'elles doivent intervenir avant la création de l'association, donc avant les différents contrats de souscription.

D'un autre côté, certains auteurs (1) soutiennent, et non sans raisons, que la notion d'association ne peut correspondre au but visé par le groupement des obligataires.

5). *La théorie de la masse obligataire.* — Enfin une dernière solution de ce problème a été proposée récemment par la *Société d'Etudes Législatives*. D'après celle-ci, il n'y a à constituer ni Société ni association d'obligataires : il suffit que la loi organise des assemblées d'obligataires, avec pouvoir pour la majorité de prendre des décisions qui s'imposent à tous les titulaires de coupures de l'emprunt, fussent-ils absents ou dissidents. Ceci reviendrait à créer une *masse obligataire*, sur le type de la masse créancière de la faillite. Cette institution existant de plein droit, les obligataires n'auraient pas lieu de craindre que leur groupement, ou au moins le comité de ce groupement, fût tout de suite inféodé à la société débitrice. Cette masse obligataire jouirait de la personnalité morale ; elle fonctionnerait au moyen d'assemblées de créanciers prenant des délibérations à la majorité, et au moyen de représentants élus qui seraient les exécuteurs agissants (2).

(1) PRUD'HOMME et MICHEL, p. 17 et ss.

(2) Voir la discussion à la *Société d'Etudes Législatives* et particu-

On conçoit parfaitement l'application au groupement des obligataires de la notion de masse telle qu'elle est prévue dans la faillite ; c'est « une sorte de communauté forcée » qui se justifie par une identité d'intérêts, une institution en quelque sorte mixte entre la société et l'association. Le pouvoir qui appartient à la majorité de faire la loi à la minorité s'explique par la communauté d'intérêts (l'on suppose que la majorité a plus de chance d'interpréter justement cet intérêt commun que la minorité). Enfin la personnalité morale, malgré les hésitations apparues lors de la discussion à la *Société d'Etudes Législatives*, est absolument nécessaire pour que la masse ait la capacité suffisante pour pouvoir prendre toutes les résolutions utiles (1)

Mais cette théorie, à laquelle nous souscrivons entièrement, ne pourra être appliquée que du jour où une loi l'aura positivement consacrée.

SECTION II. — Les Pouvoirs de l'Assemblée de la Masse obligataire

A quelque solution que l'on se range dans le débat sur la nature juridique du groupement qui réunit tous les porteurs de titres d'un même emprunt obligataire, on aboutit à des conclusions identiques relativement aux pouvoirs qu'il convient de reconnaître à l'organe délibé-

lièrement le rapport de M. DOLBEAU, Bulletin de la Société 1925 et 1926. Cf. MARAIS, « La limitation des pouvoirs des Sociétés civiles d'obligataires », Ann. D. Com., 1922, p. 162.

(1) Sur la notion de la masse créancière au cas de faillite, voir : PERCEROU, Tr. des Faillites, I, N° 81 et ss., 85 et ss. ; LYON-CAEN et RENAULT, t VII, n° 472 et ss. ; THALLER, Tr. Elem., n° 1698, 1708 ; GOMBEAUX, « Les créanciers de la masse ». Ann. D. Com. 1907, 417.

ratif de ce groupement, l'assemblée des obligataires; l'exercice d'une grande partie de ces pouvoirs, et des facultés qui leur sont inhérentes, est d'ailleurs toujours confié à des représentants élus par l'assemblée, qui constituent comme le pouvoir exécutif du groupement; l'assemblée n'ayant guère d'autre rôle que d'entériner, dans des réunions assez espacées, les mesures prises par ses représentants, ou de leur donner les autorisations nécessaires pour passer des conventions ou autres actes d'une importance exceptionnelle.

On se trouva d'accord pour décider que le but de l'association exige que ces pouvoirs soient ceux d'une personne morale: il faut que la capacité de la masse soit assez large pour qu'elle puisse voter toutes les mesures réclamées par l'intérêt des obligataires (que celui-ci se confonde ou non avec l'intérêt social). Et si des divergences d'opinions se rencontrent sur tel ou tel point particulier, c'est que deux courants d'idées se font ici opposition.

Les uns, se préoccupant principalement de l'intérêt de la société emprunteuse, inclinent à donner à l'assemblée des pouvoirs à peu près sans limites, pour lui permettre de consentir à toutes modifications de la convention primitive, quelque graves qu'elles fussent.

D'autres, considérant avant tout l'intérêt primordial des obligataires, voient en ceux-ci des prêteurs, aucunement soumis aux aléas de l'entreprise, et ne veulent pas admettre qu'une majorité de créanciers puisse imposer à une minorité opposante une réduction de droits ou de garanties, car il serait à craindre que l'avis conforme de cette majorité ne soit obtenu qu'à la suite d'un abus d'influence (sinon même de manœuvres frauduleuses) de la part des actionnaires.

Ces deux tendances se justifient par des raisons juridiques et économiques parfaitement respectables. Il faut, conservant entre les deux une juste mesure, ne pas accorder à l'assemblée des obligataires des pouvoirs trop vastes qui pourraient risquer d'engendrer des abus, et cependant lui laisser la liberté d'action nécessaire pour protéger de façon suffisamment adéquate les droits et les intérêts des créanciers.

Il nous semble que ce juste équilibre se rencontre de manière à peu près parfaite dans les propositions votées par la *Société d'Etudes Législatives* en 1926, et résumées dans le rapport de M. DOLBEAU qui nous paraît concilier excellemment les nécessités pratiques avec les principes de la plus saine doctrine (1).

Il est d'ailleurs bien évident que, dans l'hypothèse d'obligations à revenu variable, ces pouvoirs devront être spécialement étendus, puisque les obligataires participent jusqu'à un certain point aux risques de l'entreprise et qu'ils doivent avoir toutes facilités de plier leurs droits aux exigences de l'intérêt social.

L'assemblée des obligataires peut exercer ses pouvoirs dans deux champs d'activité : tantôt il s'agit seulement de l'application courante et normale des conditions stipulées dans l'acte d'emprunt ; — tantôt, et la chose devient alors beaucoup plus délicate, l'assemblée a pour mission d'examiner, et d'accepter ou de rejeter, des propositions de la société débitrice tendant à faire subir à ces stipulations des modifications plus ou moins lourdes de conséquences.

(1) Bulletin de la *Société d'Etudes Législatives*, 1925 et 1926.

I) *Relativement à l'application normale des conditions de l'emprunt* : L'assemblée de la masse obligataire aura :

— le droit de nommer des représentants, élus d'après des conditions et suivant des formalités à préciser. Ces représentants (qui portent généralement le nom d'administrateurs) auront pour mission d'expédier les affaires courantes en dehors des sessions de l'assemblée ; ils pourront également recevoir de celle-ci les pouvoirs nécessaires à l'accomplissement de missions particulières pour lesquelles ils seront spécialement mandatés.

— le droit d'entreprendre des actions en justice, soit contre la société, soit contre des tiers.

— le droit de prendre toutes mesures utiles à la conservation et à la protection de la créance des obligataires.

Cette faculté générale se traduira principalement par l'exercice de deux pouvoirs qui, dans l'hypothèse d'obligations à revenu variable, présentent un intérêt tout particulier :

— d'une part, un droit de contrôle sur la détermination des bénéfices et de l'affectation à leur attribuer, de manière que les obligataires puissent s'assurer de l'exactitude de leur participation.

— d'autre part, un droit de regard sur la marche générale de l'entreprise, pour que les obligataires puissent constater que l'exploitation ne compromet pas leurs intérêts.

L'examen de chacune de ces deux facultés fera l'objet d'un chapitre spécial. (Ch. III et IV).

II) *Relativement à l'introduction de modifications aux conditions primitives de l'emprunt* :

L'assemblée générale de la masse obligataire ne jouira

pas d'une liberté complète pour les raisons ci-dessus indiquées. Il faudra donc préciser en détail les mesures autorisées et celles interdites.

En ce qui concerne les obligations à revenu variable, ces modifications peuvent avoir pour résultat soit de transformer des obligations ordinaires en obligations à coupon variable, soit de modifier les conditions de la participation promise à des obligations à intérêt extensible.

Les modifications les plus courantes auront trait :

a) au capital nominal du titre, qui sera réduit dans une proportion plus ou moins forte.

b) à l'intérêt : prorogation d'échéances, réduction du taux, stipulations nouvelles relativement aux conditions de paiement et particulièrement à la monnaie de paiement. L'assemblée pourra être appelée à donner son assentiment à la transformation de l'intérêt fixe en intérêt variable suivant les résultats de l'exploitation (1).

c) à l'amortissement, qui pourra être suspendu pendant un certain délai, ou dont le terme final pourra être retardé. Mais nous ne croyons pas que l'assemblée puisse valablement consentir à ce que les titres ne soient remboursés que si des bénéfices sont réalisés en quantité suffisante : le droit au remboursement est un droit intangible du créancier, qui ne peut être soumis à une telle condi-

(1) Cf., par exemple, l'Ordonnance fédérale suisse du 20 février 1918, sur la communauté des créanciers dans les emprunts par obligations, art. 16 : « La majorité des $\frac{3}{4}$ au moins du capital en cours est exigée pour la validité de la décision lorsqu'il s'agit des mesures suivantes : 4^o Réduction de l'intérêt à la moitié de celui indiqué dans le contrat d'emprunt, ou transformation d'un taux fixe d'intérêt en un taux variable suivant les bénéfices, toutes deux valables au plus pour 10 ans mais avec faculté de renouvellement ». Voir le commentaire de cette loi par le Dr. Jur. Emil BECK, « Systematische Darstellung und Kommentar (Berne, 1918), n^{os} 32 et 33.

tion (1). Toutefois on peut convenir que, étant entendu que l'obligataire conserve un droit absolu au remboursement de son prêt, l'amortissement ne sera fait pendant un certain nombre d'années que au prorata des bénéfices acquis.

On hésite davantage (2) à reconnaître à l'assemblée le pouvoir de transformer les obligations en actions, de réduire les sûretés et garanties de toutes sortes inhérentes aux obligations, de consentir à la fusion de l'entreprise débitrice avec une autre entreprise. En règle générale, on admet que l'assemblée pourra prendre de telles résolutions, à la condition que soit réunie lors du vote une majorité en nombre et en sommes assez forte pour donner l'assurance que la décision en question est bien conforme à l'intérêt social et à l'intérêt particulier des obligataires (3).

(1) Voir note sur les Bons d'amortissement, page 22.

(2) Cf. DOLBEAU, *loco citato*.

(3) Nous ne pouvons, sans nous exposer à encourir le reproche de sortir de notre sujet, insister davantage sur ces questions de la nature du groupement des obligataires et des pouvoirs à reconnaître à l'assemblée de la masse obligataire ou à ses représentants. Pour de plus amples détails, nous renvoyons à la très abondante littérature parue sur ces sujets, et particulièrement aux ouvrages cités dans les différentes notes de ce chapitre.

CHAPITRE II

L'ASSEMBLÉE DES OBLIGATAIRES ET LE VOTE DU CONCORDAT

La transformation des obligations normales en obligations à coupon variable se présente d'ordinaire comme un incident d'une réorganisation financière proposée aux créanciers par une société en mauvaise posture. Les diverses propositions qui constituent le programme de cette réorganisation financière peuvent être formulées dans le cadre d'un concordat intervenant après le dépôt du bilan et la demande d'admission à la faillite ou au bénéfice de la liquidation judiciaire; c'est là un cas extrême, que les administrateurs de la société s'efforceront d'éviter : il est préférable, à leur point de vue comme à celui de tous les intéressés, que le consentement des créanciers aux propositions qui leur sont soumises intervienne, non pas comme un incident de la procédure de faillite ou de liquidation judiciaire, mais comme un traité antérieur dont le but est précisément d'éviter une solution aussi désastreuse.

L'opération de transformation des obligations ordinaires en obligations à coupon variable se présentera donc plutôt sous la forme d'un concordat préventif.

Mais une difficulté apparaît : de nombreuses législations connaissent le concordat préventif en tant qu'institution

prévue par un texte spécial, lui donnant l'organisation particulière qu'il réclame à cause des graves dangers qu'il renferme, et des graves abus qu'il peut engendrer ; en particulier, on prévoit la nécessité de réunir pour son acceptation une majorité en nombre et en sommes plus forte qu'à l'ordinaire, de façon à prémunir les créanciers contre tout risque de préjudice et à s'assurer par le maximum de garanties que l'acceptation des propositions de la société est bien inspirée par l'intérêt commun, et qu'il est avantageux pour tous de sacrifier une part de ses droits pour sauvegarder le reste. Dans de telles conditions de sécurité, on peut imposer à une faible minorité une décision adoptée par une forte majorité. L'expérience prouve d'ailleurs qu'il n'est pas difficile, dans l'hypothèse présente, d'obtenir la forte majorité imposée par la loi (1).

Si donc la loi positive a prévu et organisé le concordat préventif, il n'y a pas de difficultés.

Mais si le législateur n'a pas envisagé ou n'a pas voulu consacrer le concordat préventif, comme c'est le cas en France, il n'y a plus alors qu'une convention ordinaire, dans laquelle l'effet relatif du contrat réapparaît, et qui n'est pas opposable à ceux qui n'y ont pas pris part ou qui se sont opposés à son acceptation. On se trouve, en ce cas, en présence d'un concordat amiable (2), qui ne peut

(1) Loi Belge des 20 juin 1883 et 29 juin 1887 : majorité de 1/2 en nombre et 3/4 en sommes ; Loi Luxembourgeoise du 14 avril 1886, *id.* ; Loi Italienne du 20 mai 1903, *id.* ; Ordonnance fédérale suisse du 20 février 1918, sur la communauté des créanciers dans les emprunts par obligations : 3/4 en sommes.

(2) Les trois hypothèses possibles doivent être bien distinguées l'une de l'autre : Concordat de majorité après déclaration de faillite.

Concordat de majorité avant déclaration de faillite (plus connu sous le nom de concordat préventif).

Concordat amiable, voté à l'unanimité avant déclaration de faillite.

être pris qu'à l'unanimité absolue de tous les créanciers : il sera peut-être possible d'obtenir l'assentiment de tous les obligataires présents ou représentés à l'assemblée concordataire, et ce sera déjà un beau résultat ; on ne peut cependant espérer recueillir l'unanimité de tous les obligataires inconnus ou dispersés, et le concordat serait lettre morte à leur égard, à moins de supposer une ratification à effet rétroactif postérieurement intervenue.

Si encore la loi française prévoyait l'organisation obligatoire d'un groupement d'obligataires apte à prendre par un vote majoritaire une décision liant tous les obligataires même absents ou dissidents, le mal serait facilement réparable. Il n'en est malheureusement pas encore ainsi : et dans l'état actuel du droit positif français, on pourrait craindre que soit tout à fait impossible le vote d'un concordat avant faillite, quelque utilité que puisse offrir une semblable opération (1).

Les lacunes législatives ont été heureusement comblées en pratique par des dispositions particulières à chaque société et insérées dans les statuts de celle-ci : une application fréquente du remède en a démontré l'efficacité et

(1) Durant la période d'application de la loi du 2 juillet 1919, le résultat visé pouvait sans aucun doute être obtenu par le vote d'un règlement transactionnel, art. 28, al. 1 : mais cette procédure ne pouvait être employée qu'en faveur de commerçants ou de sociétés pouvant justifier que leur situation désespérée s'expliquait « par cause de guerre » ; cette institution exceptionnelle et provisoire n'existe plus depuis le 10 janvier 1923.

Cf. à ce sujet : MARAIS, « Le règlement transactionnel entre les sociétés commerciales et leurs obligataires », p. 66 ; TRASBOT, *Journal des Sociétés*, 1922, p. 353 et ss., et les références, particulièrement les jugements du Tribunal de Commerce de la Seine en date du 10 avril 1921, *Revue pratique de Législation et de Jurisprudence du Tribunal de Commerce de la Seine*, 1921.

la licéité. Les statuts de la société civile des obligataires (acceptés par tous les porteurs des coupures de l'émission, puisqu'il est convenu que la propriété d'un titre implique adhésion pleine et entière aux règles posées par les statuts) formulent de façon expresse le droit pour une majorité déterminée de prendre des décisions qui, moyennant certaines conditions de publicité et autres, seront opposables aux obligataires absents ou dissidents. La résolution portant transformation des obligations ordinaires en obligations à coupon variable, pourra de la sorte avoir son plein effet vis-à-vis de tous les obligataires. Les statuts des sociétés civiles établissent volontiers une discrimination entre les diverses délibérations que l'assemblée des obligataires peut être amenée à prendre, et suivant cette échelle la majorité en nombre et en sommes nécessaire sera plus ou moins élevée : il sera bon, au cas où la chose ne serait pas formellement imposée par les statuts, de considérer l'opération qui nous occupe comme une de celles exigeant la plus forte majorité (1).

Votée dans de telles conditions, la délibération peut être comprise dans un concordat de majorité même avant faillite : et elle sera immédiatement opposable à tous les obligataires présents ou absents, acceptants ou dissidents.

Mais puisque cette convention est un concordat, et vaut comme telle, il est indispensable qu'elle respecte les principes généraux de l'institution concordataire. Il y a donc lieu de répondre à deux objections soulevées à cet

(1) (Cf. Art. 12 du projet de 1926 de la Sté d'Et. Lég. ; et l'art. 16 de l'ordonnance suisse du 20 fév. 1918).

égard : la transformation des obligations ordinaires en obligations à coupon variable dans le cadre de la clause d'option n'implique-t-elle pas violation du principe que le concordat doit maintenir l'égalité entre tous les créanciers ?

D'autre part, on s'est demandé, et le problème mérite d'être étudié, si cette transformation ne représentait pas en dernière analyse une novation : or, le concordat n'entraîne pas novation des créances.

Enfin l'art. 508 du C. Com. décide que le vote d'un concordat par des créanciers hypothécaires vaut de leur part renonciation à leur hypothèque ; n'y a-t-il pas là une objection qui en fait s'opposera au vote par de nombreux obligataires d'une réorganisation sous la forme d'un concordat ?

1) *La clause d'option ne rompt-elle pas l'égalité qui doit régner entre tous les créanciers participant au concordat ?* — Lorsque les propositions concordataires ont simplement pour effet de transformer les obligations normales en obligations à coupon variable, l'égalité ne peut être rompue, à condition toutefois que les créanciers non obligataires soient soumis au même traitement.

Mais nous avons vu que d'ordinaire l'hypothèse est plus complexe : au lieu de proposer aux créanciers une simple transformation, la société leur offre le choix entre deux partis : ou bien se contenter d'un dividende de faillite ferme, mais généralement très réduit ; — ou bien accepter la transformation de leurs obligations anciennes en de nouveaux titres à coupon variable, de même valeur nominale et remboursables dans un délai fixé ; s'ils acceptent cette dernière solution, le seul risque qu'ils

courent est de perdre une partie de l'intérêt promis (sauf même au cas où l'intérêt variable est stipulé cumulatif) et de n'être remboursé que plus tardivement.

On objecte : le créancier non-obligataire, titulaire d'une créance dont le montant est inférieur à la valeur nominale d'une obligation, ou dont la créance n'est pas exactement divisible par ce chiffre, se trouve, pour la totalité ou pour une portion seulement de sa créance, dans l'impossibilité matérielle d'exercer son droit d'option et ne peut qu'accepter le dividende ferme. L'égalité subsisterait bien, si les deux termes de l'option représentaient des valeurs approximativement égales : mais il faut convenir que, dans la grande majorité des cas, l'option est tout-à-fait illusoire, pour cette raison que la société a une préférence très marquée dans le sens de l'acceptation des obligations à coupon variable (qui lui est moins onéreuse que le remboursement immédiat d'un dividende ferme), et que cette préférence se traduit dans l'équilibre des deux propositions. Le dividende ferme proposé est si faible, et son paiement réparti en de si nombreuses annuités, que le créancier obligataire se voit moralement obligé d'opter pour les obligations à coupon variable ; et que celui qui, pour les raisons précitées, ne saurait obtenir ces titres nouveaux, est certainement frustré d'une partie de ses droits (1).

Que si l'on répond : l'égalité entre les créanciers ne réside pas dans l'équilibre des partis à choisir, mais dans la faculté pour chacun de choisir le parti qu'il lui plaira (2) : la réponse vaut peut-être à l'égard de l'obli-

(1) REYNAUD, « Des Concordats de Sociétés Anonymes », p. 262-263.

(2) JUGLAR, « De la situation des obligataires au cas de faillite », p. 61.

gataire qui se plaint d'avoir été frustré parce qu'il a préféré le dividende ferme ; elle ne saurait être opposée au créancier non-obligataire.

L'objection ainsi présentée est sérieuse : on ne peut se dissimuler que, dans nombre d'espèces, l'option en réalité n'existe pas : ce n'est pas exercer une véritable option que de devoir choisir entre la délivrance immédiate d'obligations à coupon variable de même valeur nominale que la créance primitive, ou le désintéressement par l'octroi d'un dividende de 20 % payable en 50 annuités (Concordat des *Chemins de fer Argentins*), ou de 50 % payable en 50 annuités (Concordat des *Chemins de fer Beyrouth-Damas-Hauran*). Si bien que « l'économie réelle du concordat se traduit par une conversion forcée des anciennes obligations en obligations à coupon variable » (1). Nous croyons cependant qu'il n'est pas impossible de répondre à pareille objection, surtout si l'on serre de très près la réalité des faits.

Relativement au créancier non-obligataire qui ne pourrait soi-disant pas exercer son option parce que sa créance ne correspond pas à la valeur nominale d'une obligation à coupon variable, il est facile de supposer qu'on lui offrira la possibilité de recevoir un titre de montant convenable qui l'assimilera aux obligataires à coupon variable : d'après la loi française (et la totalité, croyons-nous, des lois étrangères) la valeur nominale des obligations est entièrement libre. Il pourra donc librement opter entre le dividende ferme et la délivrance d'un certificat à revenu variable. Cette transformation en fait obligatoire de sa créance en une créance obligataire n'est certes pas une

(1) Cass., 5 nov. 1895, D. 1897, I, 112.

novation ; elle ne lui cause aucun préjudice, et ne peut être considérée comme rompant l'égalité entre les créanciers, bien au contraire.

Reste donc la rupture d'équilibre entre les obligataires qui se sont prononcés pour l'octroi d'un dividende ferme et ceux qui ont accepté les obligations à coupon variable. Remarquons d'abord que le nombre des premiers sera extrêmement restreint. De plus, ils ne peuvent s'estimer frustrés, puisqu'il ne tenait qu'à eux d'adopter la seconde proposition, et que le véritable intérêt de tous les intéressés et de la société était certainement dans le sens de la transformation des obligations anciennes en obligations à coupon variable ; l'expérience en fait foi.

On objecta alors que le concordat était nul, parce que ne contenant aucune proposition de dividende ferme, mais seulement un dividende fictif. La Cour de Cassation répondit par une fin de non-recevoir du pourvoi ainsi motivé, affirmant que « s'il est vrai qu'à raison du chiffre minime du dividende ferme, cette offre d'option ne soit pas bien sérieuse, et que l'économie réelle du concordat se traduise par une conversion forcée des anciennes obligations en titres dont le service demeure subordonné aux éventualités de l'exploitation de la société, rien dans la loi ne s'opposait à ce qu'un traité voté dans ces conditions ne fût homologué par les juges du fait, dont la décision est suffisamment motivée à cet égard par leur appréciation souveraine de l'intérêt commun des créanciers (1) ».

La clause d'option apparaît donc comme entièrement conforme au principe que le concordat doit respecter l'égalité entre tous les créanciers. La doctrine et la juris-

(1) Cass., 5 nov. 1895, D. 97, I, 114. Aff. des *Chemins de fer Argentins*,

prudence sont d'ailleurs entièrement favorables à cette solution (1).

II) *La substitution d'une obligation à coupon variable à une créance ordinaire ou à une obligation normale n'engendre-t-elle pas une novation?* — Le concordat, d'après un principe incontesté, n'entraînant pas novation des créances, il faudrait considérer comme nulle en tant que stipulation concordataire la résolution de l'assemblée établissant le régime des obligations à coupon variable ; cette décision, ne valant plus que comme effet d'une convention ordinaire, ne pourrait être opposée aux créanciers absents ou dissidents.

Nous ne croyons pas qu'il en soit ainsi.

En effet, la novation impliquerait que la dette nouvelle, qui se trouverait substituée à l'ancienne, en différerait soit par sa cause, soit par son objet. Or, d'une part, l'objet demeure inchangé, à quelques modalités secondaires près : le nominal de la créance reste le même, et les seules modifications introduites sont relatives au taux de l'intérêt et à la date du remboursement, ou à l'introduction de nouvelles garanties supplémentaires au profit des créanciers : on peut donc considérer que la dette reste au fond la même. Il n'en serait pas ainsi, au cas où les obligations seraient, en totalité ou jusqu'à concurrence d'une certaine portion de leur valeur nominale, transformées en actions (2).

Et d'autre part, la cause de l'obligation subsiste égale-

(1) THALLER, Note au D. 97, I, 114 ; PERCEROU, Tr. des Faillites, II, n° 1685-1712 ; DECUGIS, N° 499 ; LECOUTURIER, J. Stés., 1903, 408 ; etc..

(2) Paris, 18 juillet 1869, S. 71, II, 233 : Aff. de la C^{ie} des Chemins de fer de Lyon à Sathonay, et les références sur la question.

ment : « de certain qu'il était, leur droit devient conditionnel, dit THALLER (1) ; il repose néanmoins sur la même cause première : un prêt à remboursement certain, un prêt conditionnel, c'est toujours un prêt ». Nous n'irons même pas jusque-là : à notre avis, le prêt de l'obligataire à coupon variable n'est pas en droit plus conditionnel que celui de l'obligataire à revenu fixe, car son remboursement ne dépend pas, comme la distribution de l'intérêt, de la réalisation de bénéfices (2) ; le seul cas où l'obligataire à revenu variable, perd son capital, c'est celui où lors de la liquidation l'actif se révèle insuffisant pour couvrir le passif, et en pareille hypothèse l'obligataire à revenu fixe subit la même perte (3).

Il y aurait peut-être cependant lieu d'admettre la novation dans le cas où le capital nominal de l'obligation serait réduit : il faudrait alors, en l'absence d'une disposition autorisant le concordat de majorité avant faillite, l'acceptation individuelle de tous les obligataires, à peine de non-opposabilité de la résolution aux créanciers absents ou dissidents.

III) *Les créanciers hypothécaires vont-ils, en prenant part au vote du concordat, perdre leur sûreté ?* — L'art. 508 du C. Com. porte que : « Les créanciers hypothécaires, et

(1) Note au D. 1897, I, 112, sous l'arrêt de la *C^{1e} des Chemins de fer Argentins*.

(2) Il n'en est ainsi que dans l'hypothèse des Bons d'amortissement;

(3) La solution contraire soutenue par M. REYNAUD, p. 262-263 s'explique par cette raison qu'il considère que la clause de coupon variable transforme les porteurs d'obligations en commanditaires de la société (p. 243).

Voir conformément à notre avis THALLER, *loc. cit.* « Les créanciers ne subissant aucune novation » ; REYNAUD, p. 247.

les créanciers privilégiés ou nantis d'un gage, n'auront pas voix dans les opérations relatives au concordat pour lesdites créances, et elles n'y seront comptées que s'ils renoncent à leurs hypothèques, gages ou privilèges. Le vote au concordat emportera de plein droit cette renonciation ».

Or les obligations, surtout dans les Compagnies de chemin de fer, sont souvent nanties de gages hypothécaires ; et l'abandon de ces garanties représenterait souvent pour les obligataires un sacrifice tellement lourd de conséquences, qu'il leur est à peu près impossible de le consentir. La Société ne pourrait donc pas formuler ses propositions de réorganisation dans le cadre d'un concordat.

On a, par conséquent, cherché à éluder la règle de l'art. 508, ou tout au moins à restreindre son champ d'application, tâche difficile en raison des termes formels du texte.

Dans une consultation en faveur des porteurs d'obligations hypothécaires de la *compagnie brésilienne des chemins de fer de Dourado*, M. PERCEROU a proposé une solution dont le bien-fondé a été reconnu par le Tribunal de Commerce de la Seine dans un jugement du 22 juillet 1919. Une saine interprétation de l'art. 508 conduit à décider que ce texte, écrit pour l'hypothèse où il s'agit, pour un créancier privilégié, de s'immiscer dans la masse chirographaire et de voter dans cette masse un concordat obligatoire pour elle, demeure étranger à l'hypothèse où il s'agit pour ce créancier de voter à l'intérieur d'une masse spéciale de créanciers ayant les mêmes droits et les mêmes intérêts que lui. « Quelle raison alors de le priver de sa sûreté ? Il ne porte pas atteinte aux

droits des créanciers chirographaires, puisque le vote qu'il émet n'a pas d'effets vis-à-vis d'eux. Il n'accomplit pas l'acte visé par la loi et qu'elle frappe : il ne s'immisce pas dans une masse dont sa situation de créancier privilégié lui interdit l'accès, puisque dans la masse où il vote, tous les créanciers ont les mêmes droits (1) ».

Il n'y a donc pas, à notre avis, de motif valable de s'opposer à ce que la transformation des obligations à revenu fixe en obligations à coupon variable soit consentie par les porteurs de ces titres dans le cadre d'un concordat : suivant les cas, il s'agira d'un concordat de majorité après déclaration de faillite ou de liquidation judiciaire, — ou, à défaut de concordat préventif organisé par la loi, d'un concordat de majorité rendu opposable à tous les obligataires en vertu des dispositions des statuts de la société civile des obligataires.

(1) PERCEROU, *Ann. D. Com.*, 1920, 11 ; *J. Faillites*, 1919, 227. *Ann. Ass. Nat.*, 1920).

CHAPITRE III

LE DROIT DE CONTROLE DES OBLIGATAIRES SUR LA DÉTERMINATION ET L'AFFECTATION DES BÉNÉFICES

L'intérêt supplémentaire promis aux obligataires à revenu variable, ou dans certains cas la totalité du revenu annuel de leur créance, est fonction des résultats obtenus au cours de l'exercice. Le bilan soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires indique un chiffre d'affaires atteint, ou un total de bénéfices réalisés, s'élevant à une somme déterminée ; de ce montant une part sera affectée à la distribution de l'intérêt variable dû aux obligataires.

La première difficulté, ou source possible de conflits, réside dans le calcul du montant des bénéfices, masse sur laquelle on devra opérer un prélèvement de tant % au profit des obligataires. Quels sont les éléments qui composent cette masse ? quelles règles président au calcul du quantum de chacun de ces éléments ? C'est assurément avant tout une question d'espèces, chaque entreprise pouvant se réclamer de quelque usage particulier : mais un certain nombre de règles générales demeurent, qu'il est intéressant d'étudier, car l'on peut supposer que, dans tel ou tel cas, les stipulations de l'emprunt n'ont rien décidé à ce sujet, ou qu'elles demandent à être précisées en

fonction d'un système général. Dans une première section de ce chapitre nous aurons l'occasion de voir comment il convient de déterminer le montant des bénéfices à un tant pour cent duquel les obligataires sont en droit de prétendre.

Car la fixation du quantum de ces bénéfices ne leur est pas indifférente : ils ont le droit d'exiger que la convention soit exécutée suivant les conditions stipulées, que donc le calcul des bénéfices se fasse selon les méthodes prévues, et sans erreurs ni fraudes contre lesquelles ils auraient le droit de protester. Comme conséquence de ce principe, nous serons amenés en toute justice, à leur reconnaître un certain droit de contrôle sur la détermination des bénéfices : ce sera l'objet d'une seconde section.

Ce droit de contrôle, que nous aurons ainsi expliqué en fait et justifié en théorie, comment les obligataires l'exerceront-ils en pratique ? Nous examinerons dans une troisième section, les différentes solutions proposées en réponse à cette question.

Dans tout ce chapitre, nous aurons à nous inspirer de tout ce qui a été écrit ou jugé à l'occasion de situations présentant avec celles des obligataires à revenu variable une analogie plus ou moins étroite : nous visons ici les situations de l'employé intéressé aux bénéfices, de l'administrateur quant à son tantième, du porteur de part de fondateur ou de part bénéficiaire, et en général de tous ceux qui, aux titres les plus divers, sont susceptibles d'être appelés à participer aux bénéfices.

Remarquons enfin que tout ce que nous dirons de la détermination des bénéfices et du contrôle des obligataires sur cette opération s'applique, avec toutes les réserves de droit, à la détermination du montant du chiffre

d'affaires, lorsque l'intérêt variable est fonction de cet élément : le droit de contrôle des obligataires a, en cette hypothèse, les mêmes raisons d'être et les mêmes justifications.

SECTION I. — Comment est déterminé le chiffre des bénéfices.

La vie de l'entreprise au cours de l'exercice écoulé est résumée dans le bilan, que le Conseil d'administration dépose sur le bureau de l'Assemblée générale annuelle ordinaire des actionnaires, et que ceux-ci vont avoir à examiner.

Ce bilan tout entier est en quelque sorte condensé dans un seul compte, qui en forme comme la quintessence : le Compte de Profits et Pertes. C'est ce compte qui fait ressortir le résultat pratique de l'exploitation, c'est-à-dire les bénéfices réalisés ou les pertes subies.

La confection de ce bilan suppose l'emploi de méthodes en conformité avec certains principes directeurs d'ordre général, il n'est pas ici de notre ressort d'examiner les unes ni les autres (1). Des divergences plus ou moins profondes apparaissent d'ailleurs forcément d'une entreprise à l'autre, suivant sa forme, son objet, son importance. Ce que nous voulons, c'est seulement, en réponse à un désir qui sera celui de tout obligataire soucieux de ses droits, rappeler quelques règles directives de la formation du montant global des bénéfices sur lequel sera appliqué le dividende de participation.

(1) Cf. à ce sujet les ouvrages spéciaux, tels que : BATARDON, *Traité pratique des Sociétés commerciales*. BISSON, *Le bénéfice réel d'après le bilan*. CHARPENTIER, *Bilans et inventaires*, etc.

La difficulté provient de ce que ce terme de bénéfices est, en matière de bilans et de résultats industriels et financiers, employé, sinon dans des acceptions essentiellement variables, du moins avec une compréhension, une étendue sujette aux modifications les plus complexes et diverses ; et ceci à tel point, que (même si l'on fait appel à des qualificatifs qui précisent et restreignent l'idée), il faut presque renoncer à établir une terminologie pouvant servir en toutes circonstances, tant sont variables les points de vue sous l'angle desquels on peut envisager cette notion des bénéfices d'une entreprise industrielle ou commerciale.

Nonobstant ces difficultés, on est arrivé à déterminer plusieurs catégories de bénéfices, suivant une classification assez généralement admise.

Il y a d'abord le **bénéfice brut** : c'est l'excédent du prix de vente sur le prix de revient.

Il y a ensuite le **bénéfice net**, composé du bénéfice brut auquel on ajoute les produits de certains comptes créditeurs, et duquel on retranche toutes les charges nécessaires de l'exploitation ; le bénéfice net est celui qui, résultant de l'excédent des comptes créditeurs sur les comptes débiteurs, forme au bilan la balance entre l'actif et le passif. C'est celui que désigne normalement l'expression de bénéfices.

Il y a enfin le **bénéfice distribuable**, formé par le bénéfice net dont on a soustrait diverses sommes affectées à des usages nécessaires ou utiles, qui ne sont pas à proprement, parler des charges de l'exploitation (réserves) (1).

(1) BARRAULT, La notion de bénéfices annuels dans les sociétés anonymes, Rev. Stés., 1925 et les auteurs cités à la note précédente. Cf. AMIAUD, « Les Comptes de Réserves dans les Sociétés par actions » N° 136 et ss.

D'un autre point de vue, il y a à côté de ces **bénéfices d'exploitation** que nous venons d'énumérer et qui représentent des résultats annuels, des **bénéfices de liquidation** , appelés aussi bonis de liquidation, qui expriment les résultats définitifs acquis par l'entreprise jusqu'à sa disparition. L'opposition entre ces deux aspects se révèle par cette expression extrêmement suggestive : les bénéfices d'exploitation sont des bénéfices en revenu (correspondent à un revenu annuel du capital investi), tandis que les bénéfices de liquidation sont des bénéfices en capital (correspondent à un enrichissement définitif en capital de l'entrepreneur) (1).

De la détermination du bénéfice brut, du calcul du bénéfice net, nous ne nous occuperons pas : ces opérations ne présentent aucun intérêt spécial quant au point de vue qui nous occupe.

Mais le point névralgique, celui qui sera la cause et la source de presque toutes les discussions qui s'élèveront entre les obligataires et les administrateurs ou les actionnaires, c'est la détermination du bénéfice distribuable. D'après certains auteurs, des conflits pourraient aussi se présenter à l'occasion des bénéfices de liquidation : nous dirons comment, à notre avis, la question doit être écartée.

Comment va-t-on procéder à la détermination du bénéfice distribuable ? Ce qui revient à se demander quelle est la différence entre le bénéfice net et le bénéfice distribuable ? Quelles sont ces diverses sommes (ne représentant pas des charges obligatoires de l'exploitation) auxquelles le vote de l'assemblée générale donne une affecta-

(1) BISSE, p. 159.

Zeller.

tion définitive ou provisoire qui ne permet pas leur distribution normale aux ayants droit sur les bénéfices ?

Le chiffre de chacun de ces crédits ne laisse pas d'intéresser vivement les obligataires, car le vote de chaque somme réduit d'autant la masse sur laquelle sera appliqué le pourcentage des bénéfices leur revenant. D'autre part, on pourrait concevoir que les actionnaires profitassent de ce moyen pour dissimuler ou mettre provisoirement à l'abri de toute atteinte une portion des bénéfices, avec l'intention de les faire réapparaître à la lumière, lorsqu'ils se sauront seuls susceptibles de pouvoir en profiter,

En pratique, le conflit peut naître de deux façons, suivant que, dans l'hypothèse envisagée, les statuts n'ont rien prévu, ou que les prescriptions qu'ils renferment à ce sujet sont insuffisamment nettes. Jamais, en effet, les statuts ni les prospectus d'émission ne donnent à ce propos des précisions suffisamment complètes : faisant rentrer dans l'administration sociale cette question de la détermination du quantum des bénéfices et de leur affectation, ils trahissent le souci de la société de conserver aux actionnaires les plus larges pouvoirs ; les obligataires n'ayant aucun droit d'ingérence dans cette direction, on ne leur reconnaît aucun droit de contrôle relativement au montant de leur participation ; libre à eux d'actionner la Société, s'ils peuvent prouver qu'un préjudice leur a été causé, mais la Société s'efforce de leur supprimer les moyens d'administrer cette preuve.

Donc, ou bien les statuts se contentent de promettre aux obligataires un tant pour cent sur les bénéfices sans entrer dans plus de détails ; ou bien, s'il s'agit par exemple d'un intérêt supplémentaire proportionnel au super-dividende des actionnaires, on rencontre

des formules de ce genre : sur le bénéfice net (on a par conséquent déjà retranché tous les crédits correspondant à des charges obligatoires de la société, telles que les intérêts à payer aux créanciers, les amortissements ordinaires des immeubles et du matériel, etc.), on opère d'abord certains prélèvements d'un caractère particulièrement nécessaire : 5 % pour la constitution du fonds de réserve légal, 5 % aux actionnaires à titre de premier dividende ; puis les statuts reconnaissent à l'assemblée générale des actionnaires le droit de créer des réserves spéciales, des fonds d'amortissements extraordinaires ; le surplus, s'il y a lieu, sera réparti, d'après une certaine proportion, entre les divers participants aux bénéfices : obligataires à revenu variable à titre de super-intérêt, actionnaires à titre de super-dividende, administrateurs à titre de tantièmes, porteurs de parts bénéficiaires ou de fondateurs, employés intéressés, etc.

C'est à l'occasion de ces réserves spéciales (1) que va se produire le conflit entre les actionnaires et les autres

(1) Sous ce nom générique de *réserves*, nous entendons toutes sommes mises de côté, tous crédits réservés, soit en vue d'un accroissement des forces productives de l'entreprise, (augmentation de capital, achat d'immeubles ou de matériel) ; soit en prévision d'éventualités diverses dont la réalisation est possible mais non certaine (absence de bénéfices dans un exercice, les réserves constituant alors un réservoir permettant de distribuer malgré tout des dividendes ; nécessité de procéder à des amortissements exceptionnels par suite d'accidents, de crises à venir, etc.). La seule différence à faire entre les réserves statutaires annuelles et les réserves extraordinaires est que les premières seront en fait toujours constituées ou alimentées en conformité de l'intérêt social, donc opposables aux participants. Il ne s'agit cependant pas de *provisions*, bénéfices réservés en vue de faire face à des charges futures mais certaines (les amortissements normaux, par exemple, en tant qu'ils sont prélevés sur les bénéfices, les intérêts des dettes, etc.) ; les crédits affectés aux comptes de provisions représentent en effet des charges obligatoires à déduire du montant du bénéfice brut.

participants aux bénéfices : ces derniers, « n'ayant droit qu'à une portion des bénéfices et ne pouvant revendiquer aucun droit sur le capital, s'inquiètent avant tout des distributions actuelles de dividendes ; ils sont enclins à sauvegarder le présent au détriment de l'avenir, et prétendraient volontiers que toute réserve est inopportune, et qu'ils ont le droit d'exiger la distribution immédiate de tous les bénéfices nets. Les actionnaires, soucieux de sauvegarder le fonds social afin de récupérer au jour de la liquidation tout au moins les sommes qu'ils ont engagées dans l'entreprise, sont portés plutôt à sacrifier le présent à l'avenir, et préfèrent constituer de solides réserves, sauf à toucher pour le moment de moindres dividendes. Entre ces deux intérêts opposés, le conflit est inévitable : il est dans la nature des choses (1) ».

Faut-il, dans ces conditions, reconnaître aux actionnaires le pouvoir de réserver ainsi telle portion des bénéfices qu'il leur plaira ? ou ne faut-il pas plutôt considérer que pareille mesure constitue de leur part un abus de droit au détriment des obligataires, pour qui ces bénéfices réservés sont définitivement perdus (2), alors que les actionnaires les retrouveront, au moins par équivalence, à la liquidation ?

Deux systèmes ont été proposés, suivant l'étendue de l'indépendance à reconnaître aux actionnaires dans la gestion des affaires sociales (3).

1^{er} *Système*. — Les actionnaires ont, relativement à la

(1) PERCEROU, Note au D. 1902, II, 7.

(2) Cf. *infra*, p. 123 et ss.

(3) HAMEL, Note au D. 1925, I, 193. AMIAUD, N° 136 et ss. ; N° 150 et ss.

détermination et à l'affectation des bénéfices (opérations qui font partie de l'administration sociale) l'indépendance la plus absolue : seuls ils ont à déterminer les mesures qu'imposent les circonstances, et personne ne peut les contrôler, pas même les tribunaux. Il peut cependant arriver qu'ils prennent des mesures uniquement destinées à nuire aux participants, sous le prétexte d'une soi-disant utilité sociale : la fraude est alors évidente, elle a pour effet de vicier la résolution prise par les actionnaires. Que les participants prouvent la fraude dirigée contre eux, et les tribunaux leur accorderont une réparation correspondante au préjudice subi. Mais la fraude à établir ne sera pas simplement la fraude Paulienne qui comprend seulement la connaissance du préjudice causé, mais une fraude telle que l'intention de causer un préjudice par diminution ou suppression des droits des participants apparaisse comme le but poursuivi (1).

2^e *Système*. — Les pouvoirs des actionnaires quant à la gestion sociale et spécialement quant aux bénéfices, ont pour limite l'intérêt social, l'intérêt commun de tous ceux qui, aux titres les plus divers, sont engagés dans l'entreprise : associés, créanciers, participants, etc. Toute mesure restrictive des droits des participants est sujette à critique, dès qu'elle n'est pas imposée par cet intérêt social bien compris ; elle devra entraîner réparation. Les participants, n'ayant aucun droit d'immixtion active dans la direction de l'entreprise, ne peuvent s'opposer eux-mêmes à l'application de la mesure, ils auront re-

(1) Paris, 25 janv. 1923, D. 1923, II, 38. THALLER, N. au D. 1899, I, 553 ; HOUFIN, N° 468.

cours aux tribunaux qu'ils rendront juges souverains de l'utilité sociale de la décision (1).

Ce système est aujourd'hui le système classique en jurisprudence : les juges se reconnaissent le droit de comparer l'intérêt des actionnaires et celui des participants, l'avantage procuré à ceux-là et le préjudice occasionné à ceux-ci : ils estiment si le danger couru par les actionnaires a été assez grave pour légitimer le dommage causé aux participants, ils n'admettront pas qu'un véritable intérêt des participants soit sacrifié à une « convenance » des actionnaires (2).

Ce système présente sans doute des inconvénients du point de vue économique : il peut être dangereux d'accorder aux tribunaux un tel pouvoir d'appréciation arbitraire de l'intérêt social. Mais c'est là le seul moyen efficace de donner aux participants la possibilité matérielle de faire respecter leurs droits : il leur serait souvent tout-à-fait impossible de prouver la fraude telle qu'elle est exigée en pareille hypothèse ; et, de plus, sans qu'il y ait fraude suffisamment caractérisée, il peut y avoir violation des règles prévues, préjudice causé, en un mot abus de droit.

Nous ne croyons pas, d'autre part, qu'il soit exact de soutenir (3) que cette intervention du tribunal chargé par les participants d'apprécier souverainement l'intérêt social, constitue du chef de ceux-ci une véritable immixtion

(1) AMIAUD, N° 141.

(2) La doctrine consacre volontiers ce système : AMIAUD, N° 153 ; PERCEROU, Note au D. 1902, II, 7 ; LECOUTURIER, J. Stés., 1902, 289 ; CHAVEGRIN, Note au S. 1889, I, 417 ; THALLER, Note au D. 1912, I, 145 ; ROUSSEAU, N° 3272 ; HOUPIN, N° 918-932 ; THALLER et PIC, N° 1193 *in fine*.

(3) HAMEL, Note précitée.

abusive dans les affaires de la société : il y a bien exercice d'un droit de surveillance (dont nous retrouverons *infra* la justification), mais la surveillance n'est pas l'immixtion active dans la direction sociale, qui seule est interdite.

Les participants, et par conséquent les obligataires à revenu variable, n'ont donc pas, en principe, le droit de s'opposer au prélèvement d'une certaine portion des bénéfices annuels au profit d'un compte de réserves extraordinaires, sauf au cas où la constitution ou l'alimentation de tels fonds n'est nullement commandée par l'intérêt social.

Cette solution est d'ailleurs la seule qui se puisse concilier avec la théorie généralement admise aujourd'hui de la nature juridique des réserves (1). On considère en effet que les sommes affectées au titre des réserves représentent une accumulation de capitaux et non de bénéfices : il est bien évident, en ces conditions, que les obligataires qui ne peuvent prétendre qu'à une distribution de bénéfices, n'auront aucun droit sur les réserves.

Si l'on admettait, suivant une opinion qui conserve encore ses défenseurs (2), que tous les bénéfices obtenus par une société sont par essence des fruits, des revenus, il semblerait difficile sinon entièrement impossible de nier que, les réserves étant constituées par des prélèvements

(1) AMIAUD, N° 172-181. BOSVIEUX, « Du caractère des fonds de réserves extraordinaires », J. Stés., 1907, 183 et ss. VAVASSEUR, N° 609. LABBE, Note au S. 1878, I, 5 ; THALLER et PIC, N° 1194.

(2) Voir p. ex. la jurisprudence fiscale : Conseil d'Etat, 15 fév. 1923 (2 arrêts), D. 1923, III, 9, avec les conclusions du commissaire du gouvernement ANDRIEUX, et la Note de M. TROTABAS. Cf. aussi ESMEIN, « L'impôt sur le revenu et les distributions de réserves ». Rev. prat. Leg. Jurispr. Tr. Com. Seine, 1923.

sur les bénéfices nets et représentant par voie de conséquence des bénéfices accumulés, leur constitution doit recueillir l'assentiment des obligataires comme des actionnaires (et que leur distribution doit profiter à ceux-là comme à ceux-ci). Pour soutenir la négative, il faudrait admettre, ou bien que les obligataires ont de leur plein gré renoncé à revendiquer une part de ces bénéfices (ce qui ne paraît pas être le cas, puisque la jurisprudence a enregistré de nombreuses affirmations de la part d'employés intéressés qu'ils ont le droit de participer à la distribution de ces réserves); ou bien que, par un pouvoir arbitraire et tout puissant, la décision de l'assemblée des actionnaires qui affecte la somme aux comptes de réserves, lui retire son caractère de fruit et lui attribue celui de capital.

Si au contraire il est admis que seul le bénéfice distribuable mérite la qualification de fruit, l'assemblée générale décidera simplement que cette somme n'est pas et n'a jamais été un fruit, que donc il convient de ne pas la comprendre dans le montant des bénéfices à distribuer entre les participants. Le caractère de la somme en question ne sera pas modifié, il y aura seulement discrimination des sommes qui méritent telle ou telle qualification, et par suite telle ou telle affectation.

Or, les seuls bénéfices distribuables ont la qualité de fruits; il est donc bien exact de considérer les réserves comme des accumulations de capitaux et non de fruits.

Tous les bénéfices nets acquis par une Société au cours de son exploitation ne sont pas en effet des fruits. Le bénéfice net représente l'expression d'un solde favorable de la balance bilanciaire entre le passif et l'actif; dans l'actif, sont compris des éléments très divers qu'on ne

peut vraiment pas considérer comme des revenus (tels qu'une plus-value inespérée des immeubles ou du matériel, ou la rentrée d'une créance estimée perdue). Ce ne sont pas là des fruits susceptibles de reproduction périodique.

Et, d'autre part, la société a le devoir d'aménager ses ressources, d'en soustraire à la consommation immédiate telle portion qu'elle juge convenable, de façon à se préparer et à s'assurer un avenir favorable. Les sommes mises en réserves ne sont pas des revenus dont la production va sans une certaine altération du capital producteur (1).

Il conviendra donc de déterminer quelle partie des bénéfices devra être considérée comme fruits (et devra par conséquent être répartie entre tous les participants aux bénéfices), et quelle partie ne représentera pas des fruits, mais en quelque sorte une reconstitution du capital producteur. Cette détermination, dans l'hypothèse de fruits civils, ne se fait pas *ipso facto* comme dans le cas de fruits naturels, « les bénéfices de l'entreprise ne se détachant pas d'eux-mêmes de l'entreprise comme les fruits se détachent de l'arbre, comme ils se distinguent de la terre qui les a portés » (2). Ils ne sont déterminés et individualisés que par la volonté de l'homme : ce sera le rôle de l'assemblée des actionnaires que de procéder à cette discrimination. Elle seule est apte à décider si telle portion des bénéfices doit faire partie de la masse des bénéfices distribuables, ou si elle doit être réservée parce qu'elle représente en réalité, non pas un bénéfice, mais une reconstitution du capital social. Le critérium auquel

(1) BOSVIEUX, J. Stés., 1907, 183 et ss.

(2) ESMEIN, *loc. cit.*

se référera l'assemblée générale n'est autre que le critérium ci-dessus dégagé de l'intérêt social : ce n'est que si l'intérêt social l'impose, qu'une part des bénéfices pourra être affectée à un compte de réserves, à l'exclusion totale ou partielle d'une répartition de bénéfices aux obligataires à revenu variable(1).

Tout ce long débat se résume en deux conclusions :

A) Les obligataires à revenu variable ne peuvent, sauf au cas où la décision prise n'est pas dictée par l'intérêt social ou bien lui est contraire, s'opposer à ce que le prélèvement destiné à alimenter les fonds de réserves extraordinaires soit effectué par préférence ou même à l'exclusion d'une répartition de bénéfices en leur faveur.

Que l'intérêt variable proportionnel aux bénéfices de l'exploitation représente un super-intérêt, ou qu'il constitue au contraire l'intégralité de la rétribution à laquelle a droit le porteur, on peut concevoir des hypothèses où l'intérêt social exige de celui-ci le sacrifice de sa rémunération, de façon que les sommes ainsi disponibles puissent être employées pour répondre à des besoins urgents dont dépend la bonne marche de l'affaire (2) :

(1) Voir les auteurs cités, p. 419, Note 1 ; et IRVING FISHER, « Are Savings income ? » (Publications of the American Economic Association, 1908, p. 21).

Cf. cependant THALLER, « Si les bénéfices du commerce sont ou ne sont pas des fruits », Ann. Droit Comm., 1896, 194 ; et ESMEIN, « L'impôt sur le revenu et les distributions de réserves », Rev. prat. Leg. Jurispr. Tr. Com. Seine, 1923.

Refusent également toute participation dans la distribution des réserves à l'usufruitier :

AUBRY et RAU, II, N° 230, n. 17, p. 684 ; BAUDRY et CHAUVEAU, VI, N° 593. Grenoble, 20 mars 1876 et Cass. 14 mars 1877, S. 1878, I, 5. (Aff. TEISSEYRE). Bordeaux, 5 juillet 1870, S. 1871, II, 16. Cass., 5 fév. 1890, S. 1893, I, 471. Paris, 27 avril 1827, S. Chr. VIII, 360.

(2) ARTHUYS, N° 634 et notes ; AMIAUD, N° 148.

nécessité d'un fonds de roulement plus important permettant le développement de l'entreprise ou l'augmentation de la production, nécessité de renouveler l'outillage ou de le remplacer par un matériel plus perfectionné, besoins de capitaux importants pour résister à la concurrence ou à une crise économique ou financière, etc. On peut aussi supposer que cette répartition d'un intérêt supplémentaire correspondrait en réalité à une distribution de dividendes fictifs, et qu'elle serait donc illicite.

L'application de ce principe a donné lieu à diverses solutions jurisprudentielles, qui ont toujours affirmé sa parfaite exactitude. Des décisions analogues sont intervenues à propos des tantièmes des administrateurs (1) ou de participations accordées à des employés intéressés (2) (3).

B) Les obligataires à revenu variable ne conservent aucun droit sur les sommes affectées à des comptes de réserves. Ces capitaux plus ou moins importants qui ont été distraits du total des bénéfices et versés à des comptes de réserves, sont définitivement perdus pour eux, quoi qu'il arrive.

De deux circonstances, l'une nécessairement se produira : ou bien les réserves seront employées avec les

(1) *Pour l'administrateur quant à son Tantième :*

LESCOT, J. Stés., 1921, « Les Tantièmes des administrateurs », N° 37. Aix, 19 déc. 1905, J. Stés., 1906, 175. HOUPIŒ, J. Stés., 1913, 296.

(2) Bordeaux, 3 nov. 1913, Rev. Stés., 1914, 196. Villefranche, 26 mars 1920, Rec. Jur. Stés., 1921, 79 et Note CHARPENTIER.

Contraire : Lyon, 3 déc. 1920, Rec. Jur. Stés., 1921, 79 et Note CHARPENTIER. Contraire par suite d'appréciation de la convention : Cass., 28 oct. 1895, D. 96, I, 32 ; Com. Seine, 28 oct. 1902, J. Tr. Com. 1910, 129.

(3) Cf. loi du 9 sept. 1919 sur les concessions de mines, art. 2, N° 8. « La participation sera calculée sur le bénéfice d'exploitation..., déduction faite... des charges d'utilité sociale. » AMIAUD, N° 151.

affectations prévues ; ou bien, leur utilisation n'étant pas nécessaire, elles seront distribuées soit au cours de l'exploitation, soit lors de la liquidation.

Dans le premier cas, les réserves viennent renforcer l'actif social, soit qu'elles s'inscrivent en une réelle augmentation de la valeur de l'actif (par une augmentation de capital, par exemple), soit qu'elles aient pour résultat d'éteindre partiellement le passif. De toutes façons elles ne profitent directement qu'aux actionnaires, qui les retrouveront au moment du partage de liquidation. Les obligataires ont-ils droit à une compensation correspondante ? Assurément non. D'ailleurs la jurisprudence n'a jamais enregistré de pareille réclamation. Au reste, les obligataires ressentent indirectement les effets bien-faisants de la constitution de ces réserves, en ce qu'elle permet une marche meilleure de l'entreprise, qui se traduit à leur égard par une valeur boursière plus grande de leurs titres et par l'espoir de plus belles participations dans l'avenir. Ces avantages sont proportionnels aux risques restreints courus par les obligataires, de la même façon que les avantages plus considérables promis aux actionnaires sont rachetés par des risques beaucoup plus élevés.

Dans le second cas dont l'éventualité est possible, les réserves constituées dans un esprit de trop grande prévoyance, ne sont pas utilisées ; les capitaux, ne pouvant recevoir l'affectation en vertu de laquelle ils avaient été mis de côté, sont alors distribués avant la liquidation ou viennent en augmentation de l'actif lors de celle-ci. Les actionnaires ont-ils seuls droit de participer à cette répartition, ou bien d'autres participants aux bénéfices doivent-ils être appelés à cette distribution, suivant la prétention

fréquemment soutenue par des porteurs de parts de fondateur, par des employés intéressés, ou par d'autres participants aux bénéfices. L'intérêt social, exprimé par la décision de l'assemblée générale des actionnaires, a exigé qu'une portion des bénéfices fût considérée comme la reconstitution du capital social : cette affectation, si elle n'est pas entachée de fraude à l'égard des participants, est définitivement opposable à tous les tiers. Ceux-ci ne peuvent donc justifier leur opposition à la mesure décidant la distribution, qu'en établissant qu'un préjudice leur a été causé sans que l'intérêt social ne l'ait imposé.

Ce principe de la non-participation de l'obligataire à une distribution de réserves est d'ailleurs le seul conforme aux réalités économiques. Si l'on admet que l'obligataire peut participer à une distribution de réserves, c'est qu'il a conservé un droit sur elles tandis qu'elles étaient en sommeil. Or cette thèse n'est admissible qu'à la condition de violer le principe que l'obligataire ne participe pas aux pertes, ou de fausser complètement le jeu normal des réserves : « Attendu que si les fonds de réserves sont absorbés par des pertes, le participant verra disparaître sa quote-part qui supportera les pertes de la maison, — que si cette quote-part reste sa propriété intangible et demeure indisponible, le jeu du compte des réserves va se trouver faussé, puisque la totalité des fonds réservés ne pourra plus servir à compenser les pertes survenues, — que si le participant avait un droit de propriété sur une part de ces fonds, le patron ne pourrait pas de son seul gré en disposer pour compenser des pertes ultérieures ; attendu qu'il faut en conclure que ce droit de propriété n'existe pas, ou du moins ne porte pas sur les bénéfices nets avant le prélève-

ment des réserves ; qu'il ne prend naissance qu'après ce prélèvement, et sur les bénéfices restants » (1).

De plus, étant donné qu'à partir de l'amortissement de son titre il devient un inconnu pour la société, ne faudrait-il pas décider qu'à ce moment, l'obligataire remboursé serait en droit de réclamer qu'on lui accorde immédiatement le paiement de la part de réserves à laquelle il peut prétendre ? conséquence inacceptable d'un principe qu'il convient donc de rejeter.

Le droit appartenant aux actionnaires de disposer à leur gré des bénéfices sociaux étant ainsi limité par l'intérêt social tel qu'il est souverainement apprécié par les juges du fond, quelle sera la sanction de cette restriction ? c'est-à-dire sous quelle forme les obligataires pourront-ils réclamer la réparation du préjudice à eux injustement causé ?

Deux cas peuvent se présenter :

1) La délibération, en vertu de laquelle une part des bénéfices est réservée, est prise en conformité des statuts, qui prévoient pour l'assemblée générale des actionnaires le droit de constituer des réserves avant toute répartition de dividendes ; mais le prélèvement ne peut se justifier par l'intérêt social. La mesure n'est pas opposable aux tiers, car il y a de la part des actionnaires un abus du droit d'exercice de la gestion sociale, qui pourra servir de base à une action en demande de dommages-intérêts. Les obligataires ne sont pas admis à poursuivre la nullité de la mesure (2), car il leur est interdit de s'immiscer dans la gestion des affaires sociales ; mais s'ils peuvent établir

(1) Bordeaux, 3 mars et 3 nov. 1913, Rev. Stés., 1914, 196.

(2) Paris, 16 juillet 1896, D. 1899, II, 351.

qu'ils ont été injustement victimes d'un préjudice non imposé par l'intérêt social, ils sont fondés à se pourvoir en justice et à se faire attribuer des dommages-intérêts proportionnels au dommage subi (1).

2) La délibération portant création de réserves extraordinaires n'est pas conforme aux statuts : elle est irrégulière soit quant à la forme (défaut de quorum, absence de publicité), soit quant au fond (les statuts ne reconnaissent aux actionnaires le droit de constituer de telles réserves qu'après répartition d'une certaine part des bénéfices aux divers ayants-droit). Les participants peuvent alors poursuivre la nullité de la délibération, que la mesure ait été ou non commandée par l'intérêt social.

Une jurisprudence nourrie, appuyée sur une doctrine constante, fait une application intéressante du même principe relativement au droit pour les employés intéressés (2) et les porteurs de parts de fondateurs (3) de s'opposer à la création de ces réserves non imposées par l'intérêt social ;

(1) HOUPIN, N° 462. PERCEROU, Note au D. 1904, I, 481.

Cf. application de la même théorie au cas du préjudice causé aux porteurs de parts de fondateurs par une dissolution anticipée de la Société : ils n'ont droit qu'à des dommages-intérêts, et non à l'annulation de la décision : Com. Seine, 29 mai 1899, D. 1902, II, I, et note PERCEROU ; Cass. 9 mars 1904, D. 1904, I, 93 et note PERCEROU .

(2) Cass., 1^{er} juin 1875, D. 1875, I, 417 : Nîmes, 20 juillet 1865, D. 1866, II, 57 ; Aix, 6 déc. 1888, S. 1889, II, 219 ; Cf. WAHL, J. Stés., 1897, 248 ; PERCEROU, Note au D. 1904, I, 89.

(3) Affaire de la Cl^{ie} du LAURIUM : Civ. Seine, 20 déc. 1894, J. Stés., 1895, 130 ; Paris, 16 juillet 1896, D. 1899, II, 351. Cf. aussi Seine, 19 mai 1921, J. Stés., 1921, 171.

Affaire de la Cl^{ie} du BI-MÉTAL, Com. Seine, 7 janv. 1901 et Paris 8 juin 1901, D. 1902, II, 7 ; Cass., 8 déc. 1902, D. 1903, I, 43.

Com. Seine, 14 janv. 1893, G. Pal. 1893, I, 219 ; Com. Seine, 21 nov. 1892, G. Pal. 1893, I, 447 ; Paris, 7 août 1907, J. Stés., 1909, 60 ; Besançon, 4 février 1914, J. Stés., 1914, 447. PERCEROU, Des fondateurs de sociétés anonymes, Thèse Dijon, 1896, p. 211 ; LECOUTURIER, Traité des Parts

par application du même principe, les porteurs de parts de fondateurs ont le droit de critiquer la décision autorisant un « report à nouveau » tel qu'il constitue en réalité une réserve déguisée (1), et celle portant dissolution anticipée de la société contrairement à leurs droits (2) (3).

Enfin, un dernier problème se pose ; l'assemblée générale des actionnaires a-t-elle le droit d'apporter aux statuts des modifications telles qu'elles changeront l'équilibre de la répartition entre les divers ayants-droit ? Depuis la loi du 9 juillet 1902 donnant aux assemblées extraordinaires le droit de créer des actions de priorité et donc le droit de décider de toutes modifications de moindre importance, il n'est pas douteux que l'assemblée extraordinaire puisse changer le pourcentage de bénéfices distribué à chacun, et aussi décider de prélèvements antérieurs à toute répartition. Cependant, « dans le cas où la décision comporterait une modification dans les droits attachés à une catégorie d'actions, cette décision ne sera définitive qu'après avoir été ratifiée par une assemblée spéciale de la catégorie visée. » C. Com. 34, al. 4. Il est logique d'appliquer la même règle au profit de tous les participants, en particulier des obligataires ; mais ce n'est pas légalement obligatoire. De plus l'omnipotence de l'assemblée est évidemment limitée par l'idée de fraude ; ce serait

de fondateurs, *passim* ; WAHL, J. Stés., 1897, 247 : HOUPIŒ, N^{os} 458 et 464, et les références.

(1) Paris, 15 déc. 1892, J. Stés., 1894, 301 ; Seine, 21 nov. 1892, J. Stés., 1893, 128. AMIAUD, N^o 160.

(2) Cass., 4 juillet 1893, D. 1893, I, 565 ; — 29 fév. 1888, D. 1888, I, 424 ; — 9 mars 1903, D. 1904, I, 93 ; — 24 mars 1903, D. 1904, I, 481 ; et les références citées par THALLER et PIC, N^o 1724 et ss., et PÉRCEROU, Note au D. 1904, I, 93, *in fine*.

(3) Cf. encore HOUPIŒ, N^o 1058.

l'hypothèse où le consentement des obligataires a été obtenu grâce à l'emploi des manœuvres frauduleuses (1).

La jurisprudence et les auteurs s'opposent en conséquence à toute restriction des droits des participants contrairement au gré de ceux-ci (2), sauf une importante exception, dans l'hypothèse où « les mesures adoptées sont imposées par les circonstances, dont il appartient au tribunal d'apprécier souverainement la gravité » (3), car les participants restent unis à la société par un lien contractuel et « sont donc soumis aux nécessités financières qu'impose la situation, sans pouvoir se soustraire aux mesures prises par les assemblées générales, à condition que ces mesures aient été prises dans la limite des pouvoirs desdites assemblées et conformément à l'intérêt commun » (4).

Il résulte de toutes ces discussions que la seule masse à laquelle les obligataires pourront exiger que soit appliqué le coefficient de leur participation, sera celle que l'assemblée générale des actionnaires aura proposée comme constituant la masse des bénéfices distribuables ; sauf le droit des obligataires de s'opposer en justice à cette décision.

Quant au point de savoir si les obligataires ont le droit

(1) THALLER, N° 692, Note 1.

(2) Paris, 16 février 1911, S. 1911, II, 193 ; Besançon, 4 février 1914, J. Stés., 1914, 447 ; Seine, 20 déc. 1894, J. Stés., 1895, 130 ; et 8 fév. 1908 et 22 juillet 1908, J. Stés., 1910, 90. LYON-CAEN et RENAULT, N° 560 ter ; HOUPIN, N° 467 et 1008 ; BOURCART, Ann. D. Com., 1914, 347. La solution en apparence contraire admise par M. LESCOT, « les Tantièmes des administrateurs de Sociétés anonymes », N° 35 (J. Stés 1921) s'explique par la révocabilité ad nutum des administrateurs : cf. note 1.

(3) Cass., 8 déc. 1902, J. Stés., 1903, 295 et note LECOUTURIER ; S. 1904, I, 449 et note WAHL.

(4) Cass., 29 mars 1909, J. Stés., 1909, 342 et note LECOUTURIER ; S. 1910, I, 241 et note WAHL ; HOUPIN, J. Stés., 1910, 57.

d'exiger une participation dans la répartition des bénéfices de liquidation : on ne saurait considérer de tels bénéfices comme représentant un revenu ; à les envisager dans leur nature propre, ils constituent une accumulation de capitaux venant en augmentation du capital investi dans l'affaire, sur lesquels de simples créanciers participants aux bénéfices ne peuvent revendiquer aucun droit (1).

SECTION II. — L'utilité et la justification du droit de Contrôle

La détermination, suivant les règles générales que nous venons d'indiquer, du montant des bénéfices distribuables auxquels participeront les obligataires ne va pas, c'est évident, sans certains dangers pour ceux-ci. Somme toute, ce sont les actionnaires qui fixeront comme ils l'entendent, les conditions de cette répartition, ce sont eux aussi qui fixeront la quotité des bénéfices distribuables. Et, il ne faut pas se le dissimuler, dans de nombreuses circonstances on peut être amené à rencontrer une opposition directe d'intérêts entre les actionnaires d'une part, et les obligataires de l'autre. Spécialement quant à la participation aux bénéfices, les actionnaires ont tout avantage à la réduire le plus possible, soit qu'ils puissent s'octroyer immédiatement des dividendes plus forts, soit que, par le procédé des réserves, ils puissent mettre de côté des capitaux qui resteront à l'abri de l'atteinte des obligataires jusqu'au jour d'une distribution profitant aux seuls actionnaires. Il ne faut pas, sans doute, pousser la situation au tragique : dans la plupart des cas,

(1) Aix, 19 déc. 1905, J. Stés., 1906, 175 ; AMIAUD, N° 236.

les actionnaires, désireux avant tout de conserver la bonne réputation de leur affaire et d'assurer son bon fonctionnement, comprendront qu'il est d'une sage politique d'accorder aux obligataires une participation convenable, tout de même qu'ils distribuent généreusement de larges tantièmes à leurs administrateurs ; d'ailleurs la responsabilité des administrateurs est engagée dans cette question de la détermination des bénéfices. Mais les difficultés proviendront surtout de la divergence dans la manière d'envisager l'intérêt général de l'entreprise, les actionnaires étant animés par des vues beaucoup plus larges et hardies, les obligataires ne visant au fond que la conservation des sûretés garantissant leurs créances et étant bien décidés à ne courir que le minimum de risques ; les obligataires à revenu variable feront preuve de vues plus larges que des obligataires ordinaires, ce qui n'empêche pas qu'ils demeurent avant tout des créanciers et non des associés. Il faut donc prévoir que des différends s'élèveront, et organiser à l'avance un mode de solution.

Sur le premier point : l'aménagement des conditions de la participation (calcul du dividende de participation et répartition de celui-ci), les obligataires n'ont pas à craindre que leurs droits ne soient pas respectés. S'agit-il d'obligations à intérêt extensible, rien ne les oblige à souscrire, s'ils trouvent les conditions trop peu avantageuses pour eux, et si un minimum de protection ne leur est pas garanti. S'agit-il d'obligations à coupon variable, ils ont toujours la ressource de refuser leur assentiment au concordat, et d'exiger le versement immédiat de leur dividende de faillite. Et les conditions convenues ne peuvent en principe être modifiées par l'assemblée des actionnaires sans le consentement des obligataires.

Mais sur le second point : l'application des conditions ainsi déterminées lors de la confection des différents inventaires et bilans : la situation des obligataires est plus délicate. Sans doute ont-ils le droit d'exiger, même en justice, l'exécution loyale de la convention : mais comment prouveront-ils que la société ne tient pas ses engagements, et que le dividende de participation proposé n'est pas établi conformément aux conditions fixées. Ils risquent d'être victimes d'erreurs involontaires, ou d'agissements frauduleux de la part des actionnaires, si on ne leur reconnaît pas un certain droit de contrôle sur la manière dont est calculée leur part de bénéfices.

Il faut protéger les obligataires contre des erreurs, et contre des fraudes.

Le droit de contrôle relatif à la rectification d'erreurs se justifie en droit, par ce principe que tout créancier a, sauf à ne pas porter atteinte aux droits de son débiteur, le droit de prendre toutes mesures conservatoires de sa créance : la mesure conservatoire est, en l'occurrence, la vérification des comptes.

Le droit de contrôle qui a pour but de s'opposer à des agissements frauduleux n'est au fond que le moyen de prouver un fait qui permette le déclenchement de l'Action Paulienne en annulation d'une décision portant atteinte à un droit certain du créancier, ou d'une action en dommages-intérêts.

Dans les deux cas cités, ce contrôle n'est qu'une application de la théorie générale de l'abus du droit. Le Conseil d'administration n'a pas tous les pouvoirs discrétionnaires dans l'élaboration de bilan, il doit en particulier respecter les droits des créanciers intéressés aux bénéfices.

Si, profitant de la situation de fait qui lui facilite semblable conduite, il abuse de ces droits, les tiers pourront justifier par toutes voies de droits à leur disposition le bien-fondé de leurs doléances et de leurs réclamations. L'intérêt variable ne représente pas une gratification libéralement accordée aux obligataires par l'administration sociale, ni un engagement de la société sous condition potestative ; c'est un droit reconnu aux obligataires par le contrat qui les lie avec la société.

On nous fera une objection : sous le prétexte que les obligataires peuvent être exposés à subir un abus de droit de la part des actionnaires, on serait amené à consacrer un abus de droit certain des obligataires vis-à-vis des actionnaires, en leur attribuant un droit d'ingérence dans la comptabilité sociale, en opposition avec les principes les plus indiscutés régissant les rapports entre les créanciers et leurs débiteurs. L'objection ne nous paraît pas fondée (en théorie du moins, car nous verrons qu'en pratique des abus seraient possibles, contre lesquels il convient de se prémunir). Nous ne croyons pas qu'un contrôle restreint à la vérification comptable du dividende de participation implique une véritable immixtion de l'obligataire dans l'affaire : c'est seulement la mise en pratique du droit indiscutable du créancier de prendre les mesures qui lui permettent d'exercer ses prérogatives.

Ce droit de contrôle sur la détermination et l'affectation des bénéfices distribuables n'a pas jusqu'ici été reconnu aux obligataires à intérêt extensible dans les stipulations des prospectus d'émission, les sociétés désirant conserver jalousement l'indépendance la plus complète. Il n'est pas douteux cependant que, en cas de difficultés soulevées à cet égard, les tribunaux accorderaient à ces obligataires

les mêmes droits et pouvoirs qu'ils n'hésitent pas à reconnaître à d'autres créanciers participants.

Permettre aux participants non actionnaires un contrôle sur la nature ou la validité des décisions prises relativement aux bénéfices n'est pas, selon une jurisprudence constante (1), autoriser leur immixtion dans l'administration de la société ; il n'y a là que la reconnaissance d'un pouvoir d'examen et de critique, qui leur est nécessaire pour s'assurer que la détermination de la fraction de bénéfices leur revenant est faite de bonne foi, conformément aux stipulations du contrat et aux usages en vigueur en pareille matière. Ce pouvoir ne peut leur être enlevé, car cela aboutirait à décider que les assemblées générales sont omnipotentes et que leurs résolutions s'imposent à tous les intéressés, alors même qu'elles violent manifestement ou dénaturent les dispositions du pacte intervenu.

Au contraire, il est courant que les obligataires à coupon variable soient en possession de semblables pouvoirs, parce qu'il leur est facile d'exiger que ce droit de contrôle leur soit reconnu par le concordat en compensation des sacrifices qu'ils consentent.

(1) « Attendu que l'on conçoit, sans qu'il soit nécessaire de faire intervenir la notion de société, qu'un simple prêteur se réserve le droit de surveiller la comptabilité et la gestion de l'emprunteur, quand l'intérêt dépend des résultats de l'exploitation ». Paris, 12 février 1927, *La Semaine Juridique*, 1927, N° 11, p. 363.

Voir aussi Civ. Seine, 29 avril 1897, J. Stés., 1897, 445 ; Com. Seine 16 janvier 1890, Droit, N° du 31 janvier 1890 ; Com. Seine, 20 déc. 1894, D. 1899, II, 361. Cf. également Tribunal fédéral suisse, 15 avril 1905, (Aff. *JURA-SIMPLON*), Rec. Décisions. Tr. Féd. 1905, T. XXXI, p. 441.

Cf. encore Cass., 2 février 1914, Gaz. Pal. N° du 2 mars 1914.

AMIAUD, N° 153 ; PERCEROU, Note au D. 1902, II, 7 ; LECOUTURIER, J. Stés., 1902, 289 ; THALLER et PIC, N° 1193 et les références.

Nous avons vu que, dans certaines conditions les porteurs de parts de fondateur sont recevables à critiquer les délibérations de l'assemblée prises contrairement à leurs droits, soit quant à l'affectation de certaines portions de bénéfices à un compte de réserves, soit quant à la violation des règles statutaires relatives à l'équilibre de la répartition des bénéfices entre les divers ayants-droit. Ceci implique qu'on leur reconnait un certain droit de contrôle, en l'absence duquel leur titre serait purement illusoire. Ce droit de contrôle leur est en effet accordé par l'ensemble de la doctrine et de la jurisprudence (1), car il n'est nullement incompatible avec le principe indiscutable que les porteurs de parts de fondateur, au même titre que les obligataires ou autres créanciers, n'ont pas le droit de s'immiscer dans la gestion active de l'entreprise. Certains auteurs vont même jusqu'à admettre que serait nulle la stipulation des statuts selon laquelle toute critique de leur part, même au cas de fraude ou d'erreur, serait interdite (2).

Il est également couramment admis, pour les mêmes motifs et dans les mêmes limites, que, sauf stipulation contraire toujours licite dans cette hypothèse, les employés intéressés ont le droit de poursuivre en justice le redressement des comptes, s'ils peuvent démontrer que ceux-ci n'ont pas été établis en conformité avec les statuts et l'intérêt social (3).

(1) PIC, N° 1732 ; PERCEROU, Thèse précitée, p. 211 ; LECOUTURIER, *op. cit.*, p. 122 ; HOUPIN, N° 466 et 30 ; WAHL, J. Stés., 1897, 253 ; ROUSSEAU, N° 1660 ; ARTHUYS, N° 657. AUGER, Note dans Rev. Stés., 1922, 372.

(2) HOUPIN, N° 463. Cf. cependant : WAHL, *loco. cit.*, p. 242 et 252.

(3) HOUPIN, N° 30, 2° ; LYON-CAEN et RENAULT, N° 59 ; ARTHUYS, N° 91 ; THALLER et PIC, N° 1732, 77, 78 ; PIC, Traité de Législ. Indus-

SECTION III. — La réalisation pratique du Contrôle des Obligataires sur la détermination des bénéfices.

Nous avons montré les difficultés qu'entraîne la détermination du montant des bénéfices distribuables, et indiqué les raisons de fait qui militent en faveur de la reconnaissance, au profit des obligataires à revenu variable, d'un droit leur permettant de contrôler la manière dont est fixé ce chiffre des bénéfices à partager entre les divers participants ; nous avons présenté la justification théorique de ce contrôle, et précisé son étendue. Il nous reste à dire quels moyens peuvent être proposés pour le réaliser en pratique, d'une façon qui soit susceptible de contenter pleinement les obligataires sans que les actionnaires puissent prétendre que l'on viole leurs prérogatives et leurs droits les plus intangibles.

Il faut que, sans violer le secret des affaires et sans en arriver à une ingérence contraire aux principes les plus évidents, les obligataires puissent contrôler l'établissement du chiffre des bénéfices, contrôler également la répartition équitable de ces bénéfices : tel est le but à atteindre.

Un premier point est déjà acquis, sans contestation possible : c'est que ce contrôle ne pourra pas être exercé par les obligataires individuellement, (ce qui est pratique-

trielle, N° 1376 n. 1 ; SAVOYE, p. 57 et ss. ; CHARPENTIER, Notes au Rec. Jur. Stés., 1914, 241 et 1921, 82.

Aix, 6 déc. 1888, S. 1889, II, 219 ; Rennes, 29 juin 1871, S. 1871, II, 83
Cass. 1^{er} juin 1875, D. 1875, I, 417 ; Nîmes, 20 juin 1864, D. 1866, II, 57 ; Lyon, 2 déc. 1899, J. Tr. Com. 1901, 719 ; Lyon, 5 mars 1902, D. 1909, V, 28. Bordeaux, 3 nov. 1913 précité ; Villefranche, 26 mars 1920 et Lyon, 31 déc. 1920. Rec. Jurd. Stés., 1921, 79.

ment irréalisable), mais par un ou plusieurs représentants, élus par eux. Ces mandataires seront normalement les représentants élus par l'assemblée des obligataires ; ils pourront aussi, si l'on recherche une sécurité plus grande à obtenir par une compétence spéciale, être choisis parmi les membres d'une société fiduciaire ou sur une liste d'experts-comptables.

1) Adoptant un premier système, on peut convenir que l'un des postes de commissaires aux comptes chargés de contrôler toute la comptabilité, sera réservé au représentant des obligataires ; ou, de préférence, qu'il sera créé à son intention un poste spécial de commissaire-adjoint. Par ce moyen les obligataires, tirant leurs renseignements des sources mêmes et instruits au même titre que les actionnaires, auront pleine et entière satisfaction. Mais ce droit pour un créancier de compulser tous les livres comptables du débiteur, n'est-il pas au plus haut point exorbitant du droit commun ? ne serait-ce pas là consacrer un abus de droit, contraire à celui que l'on cherche à éviter, mais cependant inadmissible ? Ce contrôle ainsi exercé n'impliquerait-il pas une ingérence trop profonde du représentant des obligataires dans la marche de l'entreprise. Sans doute, en pratique, la faculté d'investigation d'un commissaire aux comptes est-elle bien réduite ; la raison en est que, de coutume, les commissaires sont à la dévotion complète du conseil d'administration, et n'exercent qu'un contrôle de façade et de pure forme ; toutefois un commissaire qui voudrait se livrer à un examen très complet de la comptabilité aurait tous les pouvoirs nécessaires pour étudier jusqu'aux moindres détails.

Le procédé n'est donc pas à recommander. Si cependant

l'on se décidait à l'employer, il serait en tous cas prudent de désigner comme commissaire, de préférence à un obligataire, un tiers expert forcément plus impartial.

II) Le contrôle par *communication* soulevant des difficultés de fait et de droit, on a songé à le remplacer par le contrôle par *représentation* des documents comptables. La communication c'est la mise des pièces comptables à la disposition de l'adversaire qui peut ainsi les consulter par lui-même et dans toutes leurs parties. La représentation, c'est l'examen des pièces par un mandataire dans le but spécial et restreint d'extraire des documents ce qui concerne le différend.

Ce second procédé est évidemment plus discret, moins vexatoire pour les actionnaires parce qu'il ne met pas à jour les secrets des affaires ; et surtout il n'a pas pour résultat une immixtion exorbitante du représentant des obligataires dans la marche de la société. Il semble, par ailleurs, amplement suffisant pour mettre les obligataires à revenu variable à l'abri de toutes erreurs ou fraudes de la part de la société emprunteuse.

C'est ce contrôle par représentation des livres et documents comptables, dont la doctrine et la jurisprudence proposent le plus volontiers la reconnaissance au profit d'autres participants aux bénéfices : porteurs de parts de fondateurs et employés intéressés (1).

(1) Voir diverses références ci-dessus citées, et principalement, pour les employés intéressés : Cass., 3 janvier 1877, D. 1877, I, 112 ; Lyon, 5 mars 1902, D. 1909, V, 28. SAVOYE, *op. cit.* p. 57 et ss. ; LESCOT, « La participation ouvrière aux bénéfices », p. 54 et 129.

CHAPITRE IV

LE DROIT DE REGARD DES OBLIGATAIRES SUR LA GESTION DE L'ENTREPRISE

L'obligataire, quelles que puissent être les modalités relatives au revenu de son titre, demeure toujours un créancier, et ne peut revendiquer aucune des prérogatives fondamentales propres à l'associé. Une conséquence directe de cette règle est qu'il ne possède aucun droit à participer à la gestion des affaires sociales : tout au contraire, au cas où il s'aviserait de s'immiscer dans cette administration, pour les mêmes raisons de fait que le commanditaire et par application de la théorie que nous avons proposée de l'*affectio societatis*, il courrait le risque que la jurisprudence ne la considérât comme un associé et donc ne le déclarât responsable du passif jusqu'à concurrence du montant nominal de son titre.

Nous avons vu que le droit de contrôle des obligataires à revenu variable sur la détermination de leur dividende de participation aux bénéfices ne fait pas échec à cette règle. Mais il est une autre faculté dont, suivant une tendance moderne, il conviendrait de doter les obligataires en général : un droit de regard sur la gestion de l'entreprise. Il serait spécialement intéressant pour les obligataires à revenu variable de pouvoir se réclamer de cette

faculté, en raison des relations particulièrement intimes qu'ils ont avec la société, et de leur participation directement proportionnelle aux résultats obtenus.

Cette faculté n'engendre-t-elle pas cependant un pouvoir d'immixtion contraire au principe que nous venons de rappeler ? ne consacre-t-elle pas implicitement un droit de prendre part à l'administration des affaires sociales ? l'obligataire ne va-t-il pas, en conséquence, se voir traiter en associé ?

Pareil danger n'est pas à redouter ; car ce droit de regard ne tend pas à accorder à l'obligataire le droit de participer à la gestion, mais seulement de la surveiller de façon à prévenir les abus de droit qui lui seraient préjudiciables et à déférer à la justice l'annulation de mesures prises en dépit de ses protestations ; jamais en aucun cas, l'obligataire ne pourra se rétablir en son droit par une intervention personnelle directe.

Comment cette faculté est-elle mise en œuvre par les législations étrangères, et sous quelle forme en poursuit-on l'introduction en droit positif français ? C'est là un point essentiel à préciser d'abord, dont l'examen nous permettra de ramener l'institution à sa juste mesure.

Puis, indiquant les résultats pratiques auxquels on aboutit, nous justifierons ce droit de regard.

Enfin, dans une troisième section, nous envisagerons rapidement une hypothèse particulière : celle où les obligataires à coupon variable, en raison des sacrifices exceptionnellement lourds qu'ils ont été appelés à supporter, reçoivent une part importante du pouvoir d'administration des affaires sociales.

SECTION I : Comment ce droit est-il réalisé en fait ?

Ce droit de regard des obligataires n'étant pas jusqu'à présent consacré par la loi positive française, il nous faut à ce propos nous référer aux législations étrangères et aux nombreuses propositions de lois déposées, tant à la Chambre qu'au Sénat, au cours des plus récentes législatures.

De cette étude de droit comparé, il ressort que trois procédés sont généralement employés, simultanément ou isolément. Ils consistent : tantôt en un droit à la communication de certains documents ; — tantôt en un droit d'assistance aux assemblées générales d'actionnaires ; — tantôt en un droit d'accès aux séances du Conseil d'administration,

A) Droit à la communication de certains documents. — Il s'agit de la communication de tous les documents et pièces comptables, qui, au moment de l'assemblée générale annuelle, doivent être tenus à la disposition des actionnaires. Ces documents devront être communiqués dans les mêmes conditions, tantôt aux obligataires individuellement (1),

(1) BELGIQUE. C. com., L. 1, t. IV : *Art. 88* : Les porteurs d'obligations ont le droit de prendre connaissance des pièces déposées en conformité de l'art. 76.

Art. 76 : Quinze jours avant l'assemblée générale, les actionnaires peuvent prendre communication au Siège social :

- a) *Du bilan et du compte de Profits et Pertes ;*
- b) *De la liste des fonds publics, actions et obligations et autres titres de sociétés qui composent le portefeuille ;*
- c) *De la liste des actionnaires qui n'ont pas libéré leurs actions, avec indication du nombre de leurs actions et de leur domicile ;*
- d) *Du rapport des commissaires.*

tantôt à leurs représentants mandatés à cet effet (1).

La communication aux obligataires des pièces en question : bilan, compte de profits et pertes, inventaires, rapports des Commissaires aux Comptes (2) ne peut avoir pour résultat une ingérence de ceux-ci dans l'administration, ce ne peut être pour eux qu'un moyen de surveillance générale, et de se convaincre des erreurs ou abus dont ils risquent d'être les victimes. Si l'un d'entre eux a

(1) ALLEMAGNE. Loi du 4 décembre 1899, art. 15 : « Quand le débiteur est une société ou une personne civile... les pièces relatives aux séances des assemblées des membres de la société, ou à l'état du patrimoine, ou à l'exploitation, qui doivent être communiquées aux actionnaires, doivent l'être de la même manière aux représentants des obligataires.

MEXIQUE. Loi du 29 novembre 1897, art. 8 : « Les attributions du représentant commun des obligataires sont les suivantes... 5°... Et vérifier tous les livres et documents mis à la disposition des actionnaires.

FRANCE. — Proposition de loi LAFARGE, du 16 novembre 1920 (Chambre 1924, N° 408). « Art. 10 : « Dans la quinzaine qui précède l'assemblée générale annuelle de la société débitrice, le ou les administrateurs de l'association des obligataires peuvent exercer un droit de communication identique à ceux prévus au profit des actionnaires par les art. 12 et 35 de la loi du 24 juillet 1867 ».

Projet de la loi VALLÉE (rédigé par une commission extra-parlementaire présidée par M. LYON-CAEN), du 4 juillet 1903 (Chambre N° 1174) :

« Art. 12 : « Le représentant des obligataires a droit aux mêmes communications que les actionnaires, et aux mêmes époques. Il peut se faire délivrer copie des procès-verbaux de toutes les assemblées générales, quelle qu'en soit la date ».

Le même texte a été repris par le projet de loi de la *Société d'Etudes Législatives* de 1913 (Bulletin 1913, par le projet de loi CHASTENET voté au Sénat le 9 décembre 1924 (Sénat 1924, p. 1514), et plus récemment encore par le nouveau projet de loi de la *Société d'Etudes Législatives* de 1926 (Bulletin 1925, N° 2, 191 et 201).

Cf. Rapports LAFARGE et HÉRAUD (Chambre 1925, N° 1810, et 1926, N° 2773).

(2) Nous n'entrerons pas dans le détail des difficultés que soulève la distinction de l'art. 35 de la loi de 1867 entre le droit de communication et le droit de copie.

quelque protestation à élever, il s'adressera soit directement, soit par l'intermédiaire du groupement des obligataires, à la justice qui seule pourra le faire rétablir dans son droit.

B) Droit d'assistance aux assemblées générales d'actionnaires. — Ce droit d'assistance est reconnu, tantôt aux obligataires individuellement (1), tantôt aux seuls représentants du groupement (2).

(1) BELGIQUE. C. Com. L. I, T. IV ; Art. 88 : « Les porteurs d'obligations peuvent assister aux assemblées générales, mais avec voix consultative seulement ».

PORTUGAL. C. Com. Art. 185 : « Les porteurs d'obligations pourront assister aux assemblées générales et discuter les questions portées à l'ordre du jour, mais sans prendre part au vote ».

Cf. Congrès international des Sociétés par Actions, Paris, juin 1900 : 13^e Résolution : « Tout obligataire pourra prendre part à une assemblée générale d'actionnaires avec voix consultative ».

(2) ALLEMAGNE. Loi du 4 décembre 1899, art. 15 : « Quand le débiteur est une société ou une personne civile dont les membres prennent des délibérations en assemblée, le représentant des obligataires a le droit d'assister aux assemblées des membres de la société ou de la personne civile, et de participer aux délibérations ».

BRÉSIL. Décrets des 4 juillet 1891 et 15 septembre 1893, art. 44 : « Il est permis aux porteurs d'obligations d'assister aux réunions de l'assemblée générale des actionnaires et de prendre part à la discussion, sans avoir le droit de vote, sur toute question intéressant la créance représentée par leurs titres. »

FRANCE. Projet de loi VALLÉE : Art. 12 : « Le représentant des obligataires peut assister aux assemblées générales quelconques des actionnaires, sans participer aux délibérations ni aux votes ».

Le même texte est repris par le Projet de loi de la *Société d'Etudes Législatives* de 1913, art. 12.

Le projet de loi CHASTENET accorde le droit d'assistance « sans voix délibérative à peine de nullité des délibérations » aux porteurs de parts de fondateurs (Art. II du projet spécial), mais non aux obligataires.

Proposition de loi de la *Société d'Etudes Législatives* de 1926, art 13 : « Le représentant des obligataires a le droit d'assister aux assemblées générales des actionnaires, auxquelles il doit être convoqué, sans participer aux délibérations ni aux votes ».

Que ce droit confère à son titulaire la faculté de prendre part aux discussions et aux votes avec voix consultative, ou bien seulement la faculté d'être présent aux assemblées sans pouvoir n'émettre ni avis dans la discussion, ni vote aucun, de toute façon il ne confère pas un droit de participer à la gestion, ni même de l'approuver ou de la désapprouver par un vote susceptible d'entraîner des sanctions contre les administrateurs ou d'imposer de nouvelles directives quant à la gestion. Par ce moyen encore, on n'obtient qu'un droit de surveillance.

C) Droit d'accès aux séances du Conseil d'administration. — Ce droit déjà beaucoup plus important et plus lourd de conséquences ne peut, en tout cas, être la prérogative que du seul représentant des obligataires (1).

Ces différents procédés possibles de contrôle étant désormais connus, voyons s'ils ont produit en fait des résultats intéressants.

En France, le silence absolu de la loi sur ce point a été jusqu'ici aveuglément imité par la pratique. Les statuts d'une société auraient pu, sans encourir en aucune façon le reproche d'illégalité, décider qu'en l'absence d'une disposition légale, une disposition particulière à la société autoriserait les obligataires à exercer ce contrôle dans des conditions prévues. L'initiative aurait été, croyons-nous, heureuse, et très goûtée des obligataires : si elle n'a pas vu le jour, c'est qu'elle a rencontré une opposition irréduc-

(1) ARGENTINE. Loi du 23 février 1912, Art. 18 : « Les fidéicommissaires auront toujours les facultés suivantes : ...b) Assister aux réunions du Conseil de direction sans droit de vote ».

tible de la part des actionnaires et surtout des administrateurs ; et la crainte de se voir retirer l'exclusivité de la gestion les a induits à exiger l'introduction, dans les clauses du prospectus d'émission ou de la société civile des obligataires, d'une disposition de ce genre : « L'allocation d'un intérêt variable selon les résultats de l'exploitation ne conférera aux obligataires aucun droit de propriété dans l'actif social, ni aucun pouvoir d'immixtion dans les affaires de la Société. La Société pourra toujours continuer ses exploitations actuelles, les modifier, les étendre, procéder à toute aliénation totale ou partielle, soit par voie d'apport, soit par tout autre mode, décider toute fusion, et même prononcer la dissolution anticipée. Le super-intérêt variable ne conférera aux obligataires aucun droit spécial au regard de ces décisions » (1). Ce qui veut dire que le Conseil d'administration et l'assemblée générale des actionnaires tiennent à se conserver les mains libres de toutes chaînes relativement à la direction de l'entreprise sociale.

Leur crainte paraît cependant manquer de fondement, car il est formellement stipulé, par les articles mêmes qui, dans les divers projets de lois en instance, accordent aux obligataires ce droit de regard, que « le représentant des obligataires ne peut s'immiscer dans la gestion des affaires sociales » (2).

Dans de telles conditions de sécurité pour la société, on ne peut que s'étonner du fait que ce droit de regard

(1) C^{ie} Hydro-Electrique d'Auvergne.

(2) Projet de loi de la *Société d'Etudes législatives*, 1926, art. 13 ; Cf. aussi projet Chastenot, art. 12 ; projet VALLÉE, art. 12 ; projet de la *Société d'Etudes Législatives*, 1913, art. 12. V. encore loi du 2 juillet 1919, art. 28, al. 3.

n'ait pas encore été introduit en pratique. Peut-être cela s'explique-t-il par la raison que donnait M. Lévy-Alvarez à propos de l'application de la loi belge : « Déjà au Congrès des valeurs mobilières en 1900, il avait été dit qu'en fait les obligataires n'assistent presque jamais aux assemblées générales ; on l'avait répété au Congrès des Sociétés par actions. Vérification a été faite : il résulte qu'effectivement, tant que les affaires de la Société sont prospères, les obligataires usent très peu de la faculté qui leur est donnée : c'est bien là d'ailleurs ce qu'il fallait attendre de l'indolence, du besoin de repos et de calme qui caractérisent en général l'obligataire. Mais son état d'âme se modifie quand surgit quelque crise ; il accourt alors aux assemblées, formule des critiques et des récriminations, mais c'est presque toujours trop tard, à un moment où les mécomptes ne sont plus réparables » (1). Ceci était écrit en 1901, à propos d'obligations ordinaires, pour lesquelles le droit de regard ne présente d'intérêt qu'en ce qui concerne la sauvegarde du gage du capital ; il est permis de croire que les obligataires à revenu variable feront meilleur usage de cette faculté, qui leur permettra, en plus, de s'assurer que la gestion de l'entreprise n'est pas conduite de façon à leur supprimer frauduleusement les avantages qu'ils sont en droit d'attendre de leur participation.

(1) Rapport à la *Société de Législation comparée*, Bulletin de la Société 1901, 289.

SECTION II. — Le droit de regard tel que nous le proposons, et sa justification.

Les trois procédés que nous venons de passer en revue n'ont pas la même valeur en législation, ni les mêmes avantages ou inconvénients pratiques ; d'autre part, chacun d'eux, suivant les législations différentes qui les reconnaissent, donnent aux obligataires ou à leurs représentants des droits d'une étendue variable. Il nous faut donc faire un choix à ce double point de vue : quels procédés adopter, et dans quelle mesure ?

Écartons immédiatement le troisième procédé envisagé : droit pour le représentant d'assister aux séances du Conseil d'administration, même s'il a un rôle essentiellement passif, et ne peut ni prendre part aux discussions ni émettre un vote même consultatif, mais jouit seulement d'un droit d'avertir les administrateurs que la décision dont il s'agit va à l'encontre des droits et des intérêts des obligataires. D'abord, à supposer que l'absence de tout droit de vote empêche le représentant de prendre une part directe dans l'administration de l'entreprise, le fait seul de sa présence et la faculté pour lui de prendre connaissance de toutes les questions agitées au Conseil et dont plusieurs ne l'intéressent à aucun titre, impliquent une ingérence exorbitante dans les affaires du débiteur, ingérence que ne peut suffire à justifier la nature exceptionnelle de son droit de créance et de ses rapports avec la Société. D'autre part, le gouvernement de l'entreprise serait rendu intolérable aux administrateurs par le fait de l'immixtion de ce créancier peu disposé à courir les

risques les plus nécessaires. Enfin une pareille faculté dépasserait les limites du droit reconnu à tout créancier de prendre les mesures conservatoires de son droit, qui seul peut justifier le droit de regard qui nous occupe. Il faut donc écarter dans les cas normaux le droit d'accès du représentant des obligataires aux séances du Conseil d'administration, et le réserver pour des cas exceptionnels du genre de ceux que nous rencontrerons tout à l'heure (sect. III).

Quant au droit à la communication de certains documents, remarquons qu'il fera, au moins partiellement, double emploi avec le droit de contrôle des obligataires sur la détermination et la répartition des bénéfices. Le représentant aura déjà, en vertu de ce droit de contrôle, pris connaissance de la plupart de ces documents. De toutes manières, il est bon de lui reconnaître le droit d'exiger communication de tous les documents qui seront mis à la disposition des actionnaires : rapports du Conseil d'administration et des Commissaires aux comptes, bilans, inventaires et comptes de Profits et Pertes, etc ; il pourra également se faire délivrer copie des procès-verbaux de toutes les assemblées générales ; mais il n'a pas d'intérêt véritable, à notre avis, à connaître par exemple la composition du portefeuille social (loi belge). Nous ne croyons pas que ce droit de communication doive être reconnu à tous les obligataires, ceux-ci pourront toujours s'adresser à leur représentant soit directement, soit par la voie des assemblées de leur association.

Il reste une dernière solution : le droit de regard des obligataires sur la marche générale de l'entreprise pourrait se traduire par le droit d'assister à l'assemblée générale des actionnaires. Ce droit d'accès ne saurait en aucun

cas impliquer la faculté de prendre une part active à la gestion sociale (solution à laquelle on aboutirait en donnant aux obligataires un droit de vote complet, le vote émis par eux devant entrer en ligne de compte dans le calcul de la majorité qui accepte ou rejette une décision); il ne pourrait pas davantage être question de leur accorder un droit de veto absolu relativement à certaines mesures.

Mais on peut hésiter entre deux autres conceptions :

— Leur donner le droit de prendre part à toutes les discussions et délibérations prévues à l'ordre du jour, avec droit d'émettre un vote consultatif;

— Ou leur donner seulement la faculté d'assistance, sans pouvoir n'émettre ni avis ni vote d'aucune sorte ; ils pourront alors seulement être renseignés sur les résolutions prises et les tendances qu'elles manifestent.

Cette seconde manière ne reconnaîtrait aux obligataires qu'une faculté de façade, dont l'exercice ne serait pas suffisamment attrayant pour les décider à assister aux assemblées générales : ce qu'ils pourraient apprendre de la sorte, il leur sera toujours facile de le savoir, surtout s'ils sont constitués en un groupement d'obligataires.

De préférence à cette faculté toute platonique, il convient, à notre avis, de leur donner le droit de participer aux délibérations et aux votes avec voix consultative sur toutes questions intéressant leur créance (Cf. Loi brésilienne). Les statuts diront quelles questions ne relèvent pas de leur compétence ; et si les obligataires s'estiment lésés par des résolutions votées sans qu'il puissent faire valoir leurs objections, en prouvant la fraude ils pourront toujours se faire rendre justice par les tribunaux.

Cependant, pour éviter qu'une opposition systématique de leur part n'entrave la liberté des réunions, il sera bon

de décider : 1) que seuls les représentants constitués des obligataires pourront prendre part aux réunions (solution tout-à-fait légitime et logique, si le groupement et la représentation sont convenablement organisés) ; — 2) que ces représentants ne pourront exercer leur droit d'intervention que pendant un temps limité par le règlement de l'assemblée.

Quel accueil la doctrine réserverait-elle à de pareilles dispositions ?

En 1901 à la **Société de Législation Comparée**, lors de la discussion relative aux diverses organisations d'obligataires prévues par les lois étrangères, la reconnaissance au profit des obligataires d'un droit de regard sur la gestion de l'entreprise sociale avait rencontré l'opposition très catégorique des porte-parole les plus autorisés de la doctrine française ; car on y voyait la consécration d'un véritable pouvoir d'immixtion dans la gestion. « Il y a lieu de redouter, disait M. LYON-CAEN (1), que le législateur n'oublie que les obligataires sont des prêteurs et non des associés, et qu'il leur confère des droits permettant de s'immiscer dans l'administration ou la surveillance de la Société ». Et THALLER ajoutait : « Il faut protester contre l'idée que ces représentants des obligataires auraient *ipso jure* le pouvoir d'assister aux délibérations du Conseil d'administration ou même des assemblées générales d'actionnaires : on arriverait à une véritable immixtion des créanciers dans la gestion » (2).

« Dans l'état actuel de la législation, affirmait M. WAHL, il y a en tout cas un droit que personne ne paraît pouvoir

(1) LYON-CAEN, Bull. de la *Société de Législation comparée*, 1901, p. 139.

(2) THALLER, *id.*, p. 251.

accorder aux obligataires : celui de prendre part soit à l'administration de la Société, soit aux délibérations des assemblées générales d'actionnaires. Il est évident qu'en dehors d'une autorisation de la Société ce droit n'existe pas pour eux. Mais il ne semble même pas que la Société puisse le leur accorder, soit par une clause des statuts, soit par une délibération modificative des statuts : la loi dispose en termes impératifs que les administrateurs doivent être choisis parmi les associés, puisqu'elle laisse aux statuts le soin de déterminer le nombre d'actions qu'ils devront posséder. Comme elle montre ainsi qu'elle entend faire dépendre de la qualité d'associé le soin et la responsabilité de l'administration, les obligataires ne peuvent davantage être autorisés à délibérer dans les assemblées d'actionnaires et à participer ainsi, d'une manière souvent plus efficace que ne le peuvent faire les administrateurs, à la marche des affaires sociales. »

Mais cet auteur, dans un esprit beaucoup plus large, et prévoyant l'utilité pratique du procédé qu'il proposait, continuait : « Au contraire les statuts peuvent permettre aux obligataires d'assister soit par eux-mêmes soit, par délégués, aux séances du Conseil d'administration ou aux assemblées d'actionnaires, avec voix consultative. Ils peuvent même y être convoqués à ce titre dans le silence des statuts : rien n'interdit aux associés de réclamer les lumières des tiers, et rien ne permet de séparer à cet égard les obligataires des autres tiers. D'après la Cour de Cassation, la délibération à laquelle ont pris part des actionnaires qui ne devaient pas être admis à délibérer, n'est pas nécessairement nulle : elle ne l'est que si, après avoir défalqué du nombre des voix qui ont pris la délibé-

ration les voix des intrus, on n'est plus en face de la majorité légale ; c'est donc que l'admission de tiers sans qualité dans l'assemblée générale est licite en elle-même, et que les tiers peuvent y figurer avec voix consultative » (1).

Et M. WAHL, résumant ses observations sous la forme de propositions, d'améliorations désirables au régime actuel, insistait encore sur l'utilité de ce droit d'assistance des obligataires aux séances du Conseil d'administration et aux réunions d'actionnaires (2).

Les conceptions de cet auteur sont peut-être quelque peu exorbitantes en faveur des obligataires, et pourraient donner prise à de très sérieuses objections : pour les raisons que nous citons *supra*, nous préférons nous en tenir à des limites plus restreintes.

(1) WAHL, *id.*, p. 302 et ss.

(2) WAHL, *id.*, p. 320 :

N° 20 : Les statuts de la société, ou les prospectus d'émission, ou même une assemblée générale d'actionnaires, pourront autoriser les obligataires ou leurs délégués à assister aux assemblées générales (et aux réunions du Conseil d'administration), soit avec le seul droit d'écouter les discussions, soit avec celui d'y prendre part, mais sans voter.

N° 21 : En l'absence même de toute clause, et malgré les clauses contraires, les administrateurs de l'association des obligataires pourront assister aux assemblées générales d'actionnaires. On doit même peut-être aller jusqu'à autoriser, malgré toute clause contraire, ces administrateurs à prendre la parole. De même, ces administrateurs pourront, malgré toute clause contraire, assister aux réunions du Conseil d'administration, avec voix consultative.

N° 23 : Les administrateurs de l'association des obligataires pourront demander communication des livres et documents de la société dans les mêmes conditions et aux mêmes époques que les actionnaires. (Cette communication est sans doute exorbitante du droit commun, mais une société vis-à-vis de ses obligataires (*et à plus forte raison encore s'il s'agit d'obligataires à revenu variable*) n'est pas dans la situation d'un débiteur ordinaire vis-à-vis de ses créanciers, à cause de la publicité. On peut donc sans inconvénient, accorder aux représentants des obligataires un droit qui n'appartient pas aux créanciers d'un particulier). Ce même droit pourra même être étendu à chaque obligataire agissant individuellement ».

Il semble cependant que, au cours du quart de siècle écoulé depuis cette discussion à la **Société de Législation comparée**, l'idée du droit de regard à reconnaître aux obligataires ait fait son chemin, soit que l'expérience des pays étrangers ait prouvé qu'elle ne comportait pas tous les dangers redoutés, soit que l'on se rende mieux compte de la nécessité pour la société de consentir des sacrifices au profit des obligataires. Les membres de la **Société d'Etudes Législatives**, à l'occasion de la discussion en 1926 du dernier projet de loi sur le groupement des obligataires et des porteurs de parts de fondateurs, ont fait preuve de tendances beaucoup plus libérales à l'égard des obligataires, laissant entendre que ceux-ci ne doivent pas être considérés comme de simples créanciers, mais qu'ils sont en droit, de par la nature même du contrat qui les unit à la Société, d'exiger d'être tenus au courant de l'état de l'entreprise sociale (1). A plus forte raison, la doctrine consacrera-t-elle volontiers ce droit de regard, s'il doit profiter à des obligataires à revenu variable qui sont des créanciers participants (2).

Ce pouvoir de surveillance a d'ailleurs été reconnu, dans une hypothèse tout-à-fait analogue, au profit des porteurs de parts de fondateurs (qui sont alors considérés, non comme des associés de second plan, mais comme des créanciers participants jouissant de droits spécialement étendus). Certains auteurs consacrent formellement ce droit de regard (3) ; d'autres sont nettement favorables à

(1) Bulletin de la société, *locis citatis*.

(2) M. PERCEU a bien voulu nous assurer qu'il estimait ce droit de regard des obligataires très utile et conforme à l'état actuel de la législation positive.

(3) WAHL, J. Stés 1897, 200 ; ROUSSEAU, N° 1242 et rapport sur le projet de loi VALLÉE au J. Stés 1903, 441.

cette solution (1) ; d'autres enfin admettent que la chose serait entièrement licite, mais estiment que, pour des raisons de convenances pratiques, il est préférable de ne pas accorder en fait ce droit aux créanciers participants (2).

La justification de ce droit de regard est la même que celle du droit de contrôle sur les bénéfices : droit pour le créancier d'exercer sa faculté de prendre toutes mesures conservatoires de sa créance, et de s'opposer à toute décision contraire à ses droits ; — nécessité de faciliter aux obligataires l'administration de la preuve du préjudice subi en vertu d'une résolution frauduleuse des actionnaires. L'appréciation sera confiée au tribunal qui statuera en conformité avec l'intérêt social, et suivant les cas ordonnera l'annulation de la mesure ou l'attribution de dommages-intérêts.

Ce droit d'accès des obligataires aux assemblées générales d'actionnaires, avec voix consultative sur toutes les questions intéressant leurs créances, aura-t-il, en fait, des résultats vraiment efficaces ? C'est, nous objectera-t-on, une faculté purement platonique : il est connu que les assemblées générales d'actionnaires adoptent sans discussion les propositions du Conseil d'administration, au moins tant que l'affaire est prospère ; et même à supposer qu'un débat se produise, les obligataires ne peuvent espérer que leur opinion particulière sera adoptée par la majorité des actionnaires : donc leur intervention demeurera absolument inefficace.

A ceci nous répondrons en rappelant une fois de plus qu'il ne saurait être question de donner aux obligataires

(1) THALLER et PIC, N° 1691 et ss.

(2) HOUPIIN, N° 450 ; LECOUTURIER, op. cit., 45.

un droit de participation à la gestion (ce à quoi on aboutirait en leur reconnaissant un pouvoir de veto, par exemple, contre toute mesure qu'ils jugeraient non conforme à l'intérêt social) ; il s'agit seulement de donner aux obligataires des armes en prévision du cas où ils auraient à se défendre contre les actionnaires, c'est-à-dire de leur fournir les moyens de réunir toutes preuves utiles pour établir l'erreur ou la fraude dont ils ont été victimes.

SECTION III. — Le droit de regard au profit des obligataires a coupon variable

Il est juste, au cas d'obligations à coupon variable, de compenser les très lourds sacrifices consentis par les obligataires par l'octroi de sécurités plus grandes relativement à la sauvegarde du capital restant et à la promesse d'intérêt proportionnel aux résultats de l'exploitation. Aussi rencontre-t-on couramment la préoccupation de subordonner en quelque sorte la renonciation des porteurs aux voies normales d'exécution, l'acceptation d'un intérêt variable pendant une période d'une durée indéterminée et la prorogation de l'amortissement, à la possession pendant ce temps d'une influence prédominante sur la marche de l'affaire.

Mais comme le contrôle doit être, en cette hypothèse, beaucoup plus strict et sévère, comme les obligataires doivent être en mesure de s'assurer que l'exploitation se fait dorénavant dans leur intérêt personnel et non plus dans l'intérêt des actionnaires (au moins jusqu'à complet désintéressement des créanciers), le seul moyen efficace est d'autoriser les obligataires à se faire représenter aux

séances du Conseil d'administration. Ainsi voyons-nous par exemple que le *Joint Committee des obligataires* créé lors de la réorganisation du **Brazil Railway C^o** nomme sept membres sur neuf du Conseil d'administration, et qu'il exerce un certain nombre de pouvoirs, dont le résultat est de donner aux obligataires la haute main sur la direction de l'entreprise (1).

Mais dira-t-on, ces obligataires qui délèguent un certain nombre d'entre eux au Conseil d'administration, ou à tout le moins ces délégués eux-mêmes, prennent une part active à la gestion de l'entreprise, ils sont donc animés par l'*affectio societatis*, et doivent être considérés comme des associés, et non plus comme des créanciers. L'objection, inexacte par rapport à ceux-là, s'applique à ceux-ci. Les obligataires réunis en assemblée générale, désignent, par voie d'élection, leurs représentants au Conseil d'administration : mais ces élus doivent remplir toutes les formalités exigées des administrateurs, posséder le nombre d'actions prévu par les statuts et les déposer dans les caisses de la société, etc. ; ils seront astreints aux mêmes obligations, posséderont les mêmes pouvoirs, et engageront leur responsabilité de la même manière et dans les mêmes limites que les autres administrateurs : bref, ils seront des administrateurs ordinaires, chargés, en outre de leur tâche normale, d'une mission spéciale consistant à défendre et à faire respecter les droits et les intérêts des obligataires.

(1) Voir page 38.

CONCLUSION

Ce droit de contrôle sur le calcul du montant des bénéfices et leur affectation, ce droit de regard général sur la marche de l'entreprise, que nous croyons utile de reconnaître à l'obligataire à revenu variable, n'ont-ils pas au fond pour effet de transformer le caractère du lien qui unit cet obligataire à la société : d'en faire, au lieu du créancier qu'il devrait être, un associé, un demi-associé tout au moins ?

Nous avons dit et répété que l'exercice de ces droits de contrôle et de regard ne constituait pas, du chef de l'obligataire, une immixtion dans la gestion sociale, mais seulement la mise en pratique de ce droit que possède tout créancier de veiller à la conservation de sa créance, et de s'opposer à toute mesure prise en fraude de ses droits, le critérium de la fraude se trouvant en l'espèce dans l'intention des associés de réduire ou de supprimer les droits des obligataires participants par une décision non imposée par l'intérêt social tel que l'apprécient les tribunaux. Nous avons auparavant démontré que le contrat dans lequel prennent naissance les rapports de l'obligataire à revenu variable et de la société, n'est pas un contrat de société, mais bien un contrat de prêt affecté de diverses modalités quelque peu particulières.

Et pourtant, quelle différence subsiste-t-il entre cet obligataire à revenu variable et un actionnaire ? Quant au produit financier du titre, l'intérêt dû à l'obligataire est proportionnel, sinon même identique, au dividende distribué à l'actionnaire ; tous deux ont, de plus, les mêmes pouvoirs de vérifier la conformité de leur participation aux règles statutaires. Et si l'on veut prendre comme base de distinction le droit de vote complet dans les assemblées générales, lequel fait défaut à l'obligataire, que restera-t-il du critère lorsqu'on se trouvera en présence d'actionnaires qui sont privés de cette faculté, parce que le nombre de leurs actions est au regard des statuts insuffisant, ou parce qu'ils sont primés par des actionnaires privilégiés de toute sorte ?

Entre l'obligataire à revenu variable et le commanditaire, le rapprochement est encore plus frappant, puisque ni l'un ni l'autre n'ont le pouvoir d'immixtion, mais que tous deux jouissent d'une faculté de surveillance, d'un droit de regard en fonction de la protection de leurs intérêts.

Nonobstant ces analogies, ces ressemblances, des différences profondes subsistent entre la situation économique et juridique de l'obligataire à revenu variable, et celles de l'actionnaire ou du commanditaire, différences qui s'expliquent elles-mêmes par la cause distincte du lien qui unit les uns et les autres à la société.

L'obligataire à revenu variable n'est pas lié par un contrat de société, ses rapports avec la société ne sont pas ceux d'un associé, il n'est pas animé par l'*affectio societatis*, il est exclus de la gestion parce que son immixtion ne correspondrait pas à la responsabilité limitée qu'il supporte, aux risques réduits qu'il encourt. L'heure de la dissolu-

tion arrivée, peu lui importe qu'il y ait ou non des bonis de liquidation puisqu'il ne peut en réclamer une part, son droit de participation aux bénéfices ne pouvant s'exercer que dans les limites du principe de l'indivisibilité des exercices ; tout son désir est que l'actif suffise à équilibrer le passif : et si l'exploitation sociale se solde par une perte, il sera payé par préférence aux actionnaires (et aux commanditaires). Il pourra les actionner en versement du complément de leur apport s'ils n'ont pas intégralement libéré leurs actions ; car son titre constate une dette de la société qu'il faut éteindre en tout état de cause avant le partage du surplus entre les associés.

L'obligataire à revenu variable n'est en définitive qu'un créancier, et les pouvoirs plus étendus qui lui appartiennent trouvent leur justification dans son caractère de créancier participant aux bénéfices (1). Le porteur d'une part de fondateur jouit des mêmes attributions exceptionnelles ; l'administrateur, s'il n'avait de par ses fonctions la haute main sur toute la gestion sociale, serait en droit de les revendiquer en tant que bénéficiaire d'un tantième. Même l'employé intéressé peut se faire reconnaître de tels pouvoirs par son patron, la jurisprudence d'ailleurs les lui reconnaît *ipso jure* au cas assez rare où une clause expresse de son contrat ne les lui retire pas.

Il reste d'ailleurs évident que les obligataires à revenu variable demeurent individuellement impuissants à exercer personnellement leurs différents droits de contrôle, à assurer par eux-mêmes la protection de leurs droits et intérêts : ils ne pourront le faire efficacement que s'ils sont groupés en une institution commune. Dans

(1) AMIAUD, N° 151.

l'état actuel du droit positif, il ne paraît pas qu'aucun des divers modes ordinairement employés pour réaliser ce groupement soit véritablement adéquat au but recherché : il est donc à souhaiter qu'une prompte intervention du législateur vienne combler cette lacune très lourde de conséquences pratiques.

Les obligations à revenu variable sont une nouvelle illustration de cette tendance moderne (qu'on retrouve dans divers autres exemples), qui cherche à créer, pour des raisons d'utilité pratique, des types mixtes entre les deux catégories originales actions et obligations.

La création des obligations à coupon variable a été dictée par le désir de conserver à l'entreprise des capitaux utiles à la poursuite de l'exploitation, sans imposer de vive force aux créanciers la transformation de leurs obligations en parts sociales. Les résultats obtenus par cette solution, grâce à l'allègement qu'elle représente pour la société, sont une preuve formelle de son excellence.

Quant aux obligations à intérêt extensible, elles ont été établies de manière à contenter ce capitaliste, qui, désireux que son argent lui rapporte un revenu modique mais assuré, veut bien courir le risque de toucher un revenu supplémentaire plus ou moins élevé suivant l'état de prospérité de l'affaire, s'il a la certitude de ne courir aucun aléa relativement au remboursement de son capital.

Dans de telles conditions, il semble que les obligations à intérêt extensible devraient être appelées à jouir dans une assez grande mesure de la faveur du public, qui trouverait en elles certains avantages de l'action (et non des moindres) sans toutefois supporter la plupart des risques qu'entraîne la possession d'une part sociale. Un pareil ré-

sultat ne saurait, à notre avis, qu'être désirable : mais il convient de ne pas oublier que l'attrait et les avantages des obligations à intérêt extensible, comme aussi des obligations à coupon variable, n'apparaissent pleinement qu'en temps de crise. Souhaitons que l'actuelle ambiance favorable aux affaires, en se prolongeant, retarde le développement des obligations à revenu variable : mais formulons le vœu que, au jour d'une crise future, on fasse état des excellents résultats obtenus au cours de ces dernières années par la clause de variabilité du revenu des obligations.

Nancy, le 3 mai 1927.

VU :

Le Président de la thèse,

P. LESCOT.

Nancy, le 3 mai 1927.

VU :

Le Doyen,

L. MICHON.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER

Nancy, le 4 mai 1927.

Le Recteur,

CH. ADAM.

Membre de l'Institut.

BIBLIOGRAPHIE

MONOGRAPHIES

- AUGER (Bernard). — *Les Obligations à coupons variables*, dans le Recueil Juridique des Sociétés, 1921, 99.
- GUÉRARD. — *Les obligations à intérêts variables*, dans la Revue des Sociétés, 1922, 141.
- LECOUTURIER. — *Les obligations à coupons variables*, dans le Journal des Sociétés, 1903, 408, et dans le Journal *La Loi*, N^{os} des 10 et 19 juillet 1903.
- AMIAUD. — *Les Comptes de Réserves dans les Sociétés par actions* 2^e édition, 1920 (Sirey).
- BECK (Dr. E.). — *L'ordonnance du 20 février 1918, sur la Communauté des créanciers dans les emprunts par obligations : présentation et commentaire systématiques*. Berne, 1918.
- BISSON. — *Le bénéfice réel d'après le bilan*. 1925 (Sirey).
- DECUGIS. — *L'abus du droit dans les Sociétés par actions*, dans le Journal des Sociétés 1925, 481.
- DOLBEAU. — Rapport à la Société d'Etudes Législatives, sur *Les Groupements d'Obligataires*, Bulletin de la Société, 1925, N^o 2, 175.
- ESCARRA. — *Traité de l'organisation des obligataires : (Groupement et Représentation)* 1922 (Duchemin).
- HAMEL. — *L'affectio Societatis*, dans la Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1925, 761. Note au Dalloz, 1925, 1, 193.
- HÉMAR. — *Traité théorique et Pratique des Nullités de Sociétés et des Sociétés de fait*, 2^e édition, 1926 (Sirey).
- ISAAK. — *Les Valeurs de Transports et d'Hotels cotées à la Bourse de Lausanne*. Lausanne 1926.
- JUGLAR. — *De la situation des Obligataires au cas de faillite ou de liquidation judiciaire de la Société*. Thèse, Paris 1893-1894 (Rousseau).
- LECOUTURIER. — *Traité des Parts de Fondateurs*. 2^e édition, 1913 (Sirey).
- LESCOT. — *La participation ouvrière à Epinac et à Blanzy, et les*

- projets de participation obligatoire dans l'industrie minière française.* Thèse, Dijon, 1914 (Sirey).
- LEBLOND. — *De l'emprunt par voie d'émission d'obligations en droit anglais.* Thèse Paris, 1923 (Rousseau).
- MARAIS. — *Le Règlement Transactionnel entre les Sociétés Commerciales et leurs Obligataires.* 1921 (Rousseau).
- PERCEROU. — *Des Fondateurs de Sociétés Anonymes.* Thèse Dijon, 1896.
- REYNAUD. — *Des Concordats de Sociétés Anonymes après faillite ou Liquidation Judiciaire.* Thèse Paris, 1903-1904 (Giard et Brière).
- RIPERT. — *Prêt avec Participation aux bénéfices*, dans les *Annales de droit commercial*, 1905, 53.
- SAVOYE. — *La participation aux bénéfices : état actuel de la question.* Thèse Paris, 1923, (Rousseau).
- TRASBOT. — *Le règlement Transactionnel de la loi du 2 juillet 1919.* Thèse Bordeaux, 1921-1922 (Cadoret).

MANUELS ET TRAITÉS GÉNÉRAUX

- AUBRY et RAU. — *Cours de Droit Civil Français.* 5^e édition, 1897.
- ARTHUYS. — *Traité des Sociétés Commerciales.* 3^e édition, 1926 (Sirey).
- BAUDRY-LACANTINERIE et WAHL. — *Traité théorique et pratique de Droit civil : Tome XXIII : De la Société, Du prêt, Du Dépôt.* 3^e édition, 1907 (Sirey).
- COPPER-ROYER. — *Traité des Sociétés Anonymes.* 3^e édition, 1925.
- DECUGIS. — *Traité pratique des Sociétés par actions.* 4^e édition, 1920 (Sirey).
- HOUPIN. — *Traité général des Sociétés Civiles et Commerciales.* 5^e édition, 1919 (Sirey).
- LACOUR et BOUTERON. — *Précis de Droit Commercial.* 3^e édition 1925 (Dalloz).
- LYON-CAEN et RENAULT. — *Traité de Droit Commercial.* 5^e édition, 1925 (Pichon).
- PERCEROU (dans la Collection THALLER). — *Des faillites et banqueroutes.* 1913.
- PIC (dans la Collection THALLER). — *Des Sociétés Commerciales.* 2^e édition, 1925-1926 (Rousseau).
- THALLER et PERCEROU. — *Traité élémentaire de Droit Commercial.* 7^e édition, 1925 (Rousseau).
- ROUSSEAU. — *Traité des Sociétés Commerciales.* 5^e édition, 1925 (Rousseau).
- VAVASSEUR. — *Sociétés Civiles et commerciales.* 3^e édition, 1883.
- WAHL. — *Précis de Droit commercial* 1922 (Sirey).

PÉRIODIQUES ET REVUES

J. Stés. — *Journal des Sociétés.*

Rev. Stés. — *Revue des Sociétés.*

Rec. Jur. Stés. — *Recueil Juridique des Sociétés (publié par les Juris-classeurs).*

Ann. D. Com. — *Annales de Droit Commercial.*

J. Faill. — *Journal des faillites.*

J. Tr. Com. — *Journal des Tribunaux de Commerce.*

Rev. pr. Lég. Jur. Seine. — *Revue pratique de Législation et de Jurisprudence du Tribunal de Commerce de la Seine.*

J. Not. — *Journal des Notaires.*

Rev. Econ Pol. — *Revue d'Economie Politique.*

Rev. Tr. D. Civ. — *Revue Trimestrielle de Droit Civil.*

Bulletin de la Société d'Etudes Législatives, 1925 et 1926 : question N° 60. *Les groupements d'Obligataires et de Porteurs de parts de Fondateurs.*

Bulletin de la Société de Législation Comparée, 1901.

DIVERSES REVUES FINANCIERES

Particulièrement :

Bulletin financier Suisse.

Bulletin mensuel de la Société de banque suisse.

Annuaire de l'Association nationale des porteurs de valeurs mobilières.

ET LES PRINCIPAUX RECUEILS DE JURISPRUDENCE

Sirey, Dalloz, Dalloz Hebdomadaire, Gazette du palais, Gazette des Tribunaux, etc.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	
Les obligations à intérêt extensible.....	1
Les obligations à coupon variable.....	6
Les obligations-marchandises	9
Les obligations à change.....	12
Division du travail.....	13

PREMIÈRE PARTIE

L'ÉCONOMIE DES OBLIGATIONS A REVENU VARIABLE

CHAPITRE I ^{er} . — <i>Les obligations à intérêt extensible</i>	17
Section I. — Les principales clauses dans la formule de l'obligation à intérêt extensible.....	18
Stipulations relatives à l'intérêt.....	18
Stipulations relatives à l'amortissement et au remboursement de l'emprunt.....	21
Section II. — La critique économique de la formule.....	23
CHAPITRE II. — <i>Les obligations à coupon variable</i>	28
Section I. — Les diverses clauses dans la formule de l'obligation à coupon variable.....	30
Section II. — Ce qu'il faut penser de l'obligation à coupon variable.....	39

DEUXIÈME PARTIE

LE RÉGIME JURIDIQUE DES OBLIGATIONS A REVENU VARIABLE

INTRODUCTION. — L'acte générateur d'obligations à revenu variable est un contrat	41
TITRE PREMIER. — <i>La nature du contrat d'obligation à revenu variable</i>	44

	Pages
CHAPITRE I ^{er} . — <i>Le contrat d'obligation à revenu variable n'est pas un contrat de société</i>	46
Rapprochement entre l'obligation à revenu variable et l'action à revenu fixe.....	46
Les éléments du contrat de société ne se retrouvent pas dans le contrat d'obligation à revenu variable ..	46
A) Il n'y a pas d'apport mis en commun.....	49
B) La participation aux bénéfices n'implique pas nécessairement la qualité d'associé.....	52
C) La participation aux pertes peut se rencontrer en dehors du contrat de société.....	55
D) Les obligataires à revenu variable ne sont pas animés de l' <i>affectio societatis</i>	58
CHAPITRE II. — <i>Le contrat d'obligation à revenu variable est un contrat de prêt</i>	65
Les modalités du contrat d'obligation à revenu variable sont compatibles avec la notion de prêt.....	65
Le contrat d'obligation à revenu variable n'est pas un contrat aléatoire, en dépit de la théorie jurisprudentielle	66
Le contrat d'obligation à revenu variable peut être usuraire à certaines conditions.....	70
TITRE DEUXIÈME. — <i>Les droits des obligataires groupés en une masse créancière</i>	
L'utilité du groupement des obligataires	75
CHAPITRE I ^{er} . — <i>La nature et les pouvoirs du groupement des obligataires</i>	81
Section I. — La nature du groupement	81
1) Mandat ou gestion d'affaire ?	82
2) Société aux termes de l'art. 1832 C. Civ	83
Il n'y a ni apport mis en commun, ni bénéfice à partager	84
3) Syndicat d'obligataires.....	88
4) Association d'obligataires.....	89
5) La théorie de la <i>masse obligataire</i>	90
Section II. — Les pouvoirs de l'assemblée de la masse obligataire	91
Equilibre à conserver entre les deux tendances extrêmes	92
1) Pouvoirs relatifs à l'application normale des conditions de l'emprunt.....	94
2) Pouvoirs relatifs à l'introduction de modifications aux conditions primitives de l'emprunt.....	94

	Pages
CHAPITRE II. — <i>L'Assemblée des obligataires et le vote du concordat</i>	97
Difficultés au cas où la législation positive n'a pas organisé de concordat préventif.....	98
1) La clause d'option ne rompt-elle pas l'égalité qui doit régner entre tous les créanciers participant au concordat ?.....	101
2) La substitution d'une obligation à coupon variable à une créance ordinaire ou à une obligation normale n'engendre-t-elle pas une novation ?.....	105
3) Les créanciers hypothécaires vont-ils, en prenant part au vote du concordat, perdre leur sureté, d'après l'art. 508 C. Com ?.....	106
CHAPITRE III. — <i>Le droit de contrôle des obligataires sur la détermination et l'affectation des bénéfices</i>	109
Section I. — Comment est déterminé le chiffre des bénéfices ?	111
Les diverses catégories de bénéfices.....	112
Les droits des obligataires relativement au calcul du montant du bénéfice distribuable.....	114
Les droits des obligataires relativement aux réserves.	115
Les obligataires ne peuvent en principe s'opposer à la constitution ou à l'alimentation de Comptes de Réserves (Critérium de l'intérêt social).....	122
Les obligataires ne conservent aucun droit sur les sommes affectées aux Comptes de réserves.....	123
Sanction de ces deux règles.....	126
L'assemblée générale des obligataires peut-elle modifier l'équilibre de la répartition des bénéfices ?.....	128
Section II. — L'utilité et la justification du droit de contrôle	130
Section III. — La réalisation pratique du contrôle.....	136
1) Contrôle par l'attribution aux obligataires d'un poste de commissaire aux comptes adjoint.....	137
2) Contrôle par représentation de la comptabilité.....	138
CHAPITRE IV. — <i>Le droit de regard des obligataires sur la gestion de l'entreprise</i>	139
Section I. — Comment ce droit est-il réalisé en fait ?.....	141
1) Par un droit de communication de certains documents.....	141
2) Par un droit d'assistance aux assemblées générales d'actionnaires.....	143
3) Par un droit d'accès aux séances du Conseil d'administration.....	144

	Pages
Ce droit de regard n'a pas encore été introduit dans la pratique.....	144
Section II. — Le droit de regard tel que nous le proposons, et sa justification	147
Section III. — Le droit de regard au profit des obligataires à coupon variable.....	155
CONCLUSION	157
L'obligataire à revenu variable est un créancier participant aux bénéfices.....	157
Les obligations à revenu variable constituent un type mixte entre l'action et l'obligation.....	160
BIBLIOGRAPHIE.....	163
TABLE DES MATIERES.....	167

Saint-Amand (Cher). — Imprimerie R. Bussière.
